

Tartu Ülikool  
Maailma keelte ja kultuuride kolledž

Lauri Teder

BENJAMIN GRAHAMI TEOSE „THE INTELLIGENT INVESTOR“ KAHE PEATÜKI  
TÕLGE NING TÕLKE ANALÜÜS

Magistritöö

Juhendaja: Reelika Saar

Tartu

2017

# Sisukord

Sissejuhatus.....	3
1. Sihttekst.....	5
2. Tõlkimise lähtekohad.....	55
2.1 Teksti žanr ja ülesehitus.....	55
2.2 Tõlkimise eripärad.....	57
2.3 Skopos .....	59
3. Tõlkeprobleemide analüüs.....	61
3.1 Stiil.....	61
3.2 Terminite ja väljendite tõlkimine.....	64
3.2.1 Pealkiri.....	64
3.2.2 Kujundlikud terminid ja väljendid.....	66
3.2.3 Üldised börsiterminid.....	74
3.2.4 USA-kesksed börsiterminid.....	81
3.3 Tõlkeprobleemide kokkuvõte.....	83
Kokkuvõte.....	85
Kasutatud allikad.....	87
Summary.....	90
Lisa 1. Lähtetekst.....	

## Sissejuhatus

See magistritöö koosneb Benjamin Grahami raamatu „The Intelligent Investor” esimese ja üheteistkümnenda peatüki ja nende kommentaaride tõlkest ning tõlke analüüsist. Benjamin Graham (1894-1976) oli Ameerika Ühendriikide akadeemik ja investor, kelle loengud ja teosed panid aluse meetodile, mida tänapäeval nimetatakse väärtusinvesteeringuks. Tema ideed keskenduvad eelkõige pikaajalisele vaatele, investoripsühholoogiale ja ettevõtete süvaanalüüsile ning need on mõjutanud börsimaailma suurkujusid nagu Warren Buffett, Walter Schloss, Irving Kahn jt. Oma raamatutes „Security Analysis“ ja „The Intelligent Investor“ pühendus Graham aga kõige enam väikeinvestoritele, soovides juhtida nad Wall Streeti riskialtist mentaliteedist jätkusuutlikuma mõtlemise poole. Just seesama omadus muudab tema teosed pea kohustuslikuks ka eesti investoritele.

Siinne tõlge on valminud ajal, mil sõnaühend „Eesti investeerimisbuum“ on muutunud meedias ja rahvasuus üpris tavaliseks. Tegutsevad mitmed aktiivsed kogukonnad (Naisinvestorite Klubi, Investeerimisklubi), korraldatakse ohtralt kooolitusi ning eestikeelsed investeerimisteemalised teosed (nt Jaak Roosaare „Aktsiatega rikkaks saamise õpik“ ja Seppo Saario „Kuidas ma investeerin börsiaktiatsiatesse“) on menukad nii raamatupoodides kui -kogudes. Taolises õhkkonnas tundub Benjamin Grahami tunnustatud teose viimaks eesti keelde tõlkimine igati loogiline. Tahaksin samas siiski rõhutada, et raamatu eestindamist ei peagi tegelikult isegi soodsa ajahetkega õigustama. On paratamatu, et aktsiaturud teatavatel perioodidel langevad ning väikeinvestorite innukus raageb. Grahami „The Intelligent Investor“ veenab lugejat aga selles, et börsiolukord võib ajas muutuda, ent olulisim on investori enesedistsipliin ning kaine ja rahulik käitumine. Magistritöö tarbeks valisingi välja just sellised peatükid, mis annavad sissejuhatuse Grahami ideoloogiasse ja esimesed näpunäited, kuidas ettevõtteid analüüsida ning mida sealjuures tähele panna.

Esmapilgul on imekspandav, et Benjamin Grahami kirjutisi seni eesti keelde tõlgitud pole, pidades silmas nende senist mõju ennist nimetatud kuulsatele investoritele ning potentsiaalset mõju börsil alustajatele. „The Intelligent Investor“ on raamat, millele viitavad tihti ka kohalikud

eeskujud – näiteks järgib selle põhimõtteid Äripäeva fiktiivne, kuid päris rahaga tegutsev Investor Toomas (Investor Toomas 2016). Teisalt tuleb märkida, et teos on – autori kavatsustest hoolimata – eelteadmisteta inimesele siiski küllaltki keeruline, mistõttu selle žanr ja eesmärk on tunduvalt hägusamad kui teistel samalaadsetel raamatutel. Eestis on seni trükki jõudnud üldiselt vaid sellised investeerimisraamatute tõlked, mis on hõlpsasti ligipääsetavad ja mõistetavad (eriti Robert Kiyosaki teosed nagu „Rikas isa, vaene isa“ jt, mõningal määral ka Seppo Saario teosed). Tõlkimata on seevastu välisinvestorite seas populaarsed autorid nagu John C. Bogle, Peter Lynch, Joel Greenblatt jt. Siinse magistritöö ülesanne on seega täiendada kahe peatüki haavalgi eesti keeles saadaolevate börsimaailma klassikute hulka ning lihtsustada siinse tõlkeanalüüsi abil ehk tulevaste investeerimisraamatute tõlkijate tööd.

Magistritöö tõlkeosa koosneb õigupoolest kahe erineva autori kirjutiste eestindusest, sest kasutasin lähtetekstina „The Intelligent Investor“ uusimat, 2006. aasta parandatud trükki. Antud versioonis on Benjamin Grahami põhiosale lisatud börsiajakirjaniku Jason Zweigi kommentaarid, mis kõrvutavad algautori veidi vananenud näited tänapäevasematega ning selgitavad selgitamist vajavaid mõttekäike. Ka tõlkes olevad reaalsed märkused pärinevad Zweigilt. Arvestades, et Grahami ja Zweigi tekstiosi lahutab tegelikult 30-aastane ajavahe, on paratamatu, et neis esineb lisaks ootuspärasele isiklikule stiilierinevusele ka kontrast kirjanduslikus stiilitunnetuses. Sellest tähelepanuväärselt aspektist räägin lähemalt tõlkeanalüüsis.

Magistritöö teoreetilises osas püüan määratlada lähteteksti žanri, vaatlen teisi eesti keelde tõlgitud investeerimisraamatuid, et leida, kas neis on välja kujunenud juba kindel stiil ja meetod; uurin lähteteksti ja selle tõlkimise konkreetseid eripärasid, defineerin sihtteksti eesmärgi ning vaatan lähemalt raamatu ja selle kahe autori stiililisi iseärasusi.

Magistritöö analüüsiosas pööran eraldi tähelepanu raamatu pealkirjale, kujundlikele terminitele ja väljenditele, üldistele probleemsetele börsiterminitele ning USA-kesksetele terminitele ning põhjendan mõistagi kõiki tõlkelahendusi.

# 1. Sihttekst

## ESIMENE PEATÜKK

### *Investeerimine vs spekulatsioon: tulemused, mida võib oodata arukas investor*

Käesolevasse peatükki on koondatud ülevaade vaatepunktidest, mida siinne raamatu esindab. Täpsemalt soovime me kohe alguses luua üldise ettekujutuse sobivast portfelli poliitikast üksikisikulisele, mitteprofessionaalsele investorile.

### **Investeerimine vs spekulatsioon**

Mida mõtleme sõna „investor” all? Siinses raamatus kasutame seda terminit läbivalt „spekulatör” vastandina. Juba 1934. aastal üritasime oma õpikus „Security Analysis” neid kahte terminit järgmisel viisil täpselt mõtestada: „Investeerimine on tegevus, mis kaitseb põhjaliku analüüsi tulemusel põhisummat ja lubab rahuldavat tulu. Tegevused, mis nende tingimustele ei allu, on spekulatiivsed.”

Oleme sellest definitsioonist 38 aastat visalt kinni hoidnud, kuid väärub märkimist, et termini „investor” kasutamine on sama aja jooksul järsult muutunud. Pärast perioodil 1929-1932 toimunud suurt turulangust peeti *kõiki* aktsiaid olemuselt spekulatiivseks. (Üks juhtiv autoriteet teatas otsesõnu, et investeerimiseks sobivad vaid võlakirjad). Seega pidime me tollal kaitsma oma definitsiooni väite eest, et see annab investeerimise mõistele liiga laia tähenduse.

Nüüd on meie mure aga vastupidine. Me ei tohi lasta lugejal võtta omaks levinud žargooni, mis kasutab terminit „investor” kõigi börsil tegutsejate kohta. Raamatu eelmises väljaandes tsiteerisime me järgmist, 1962. aasta juunis kohaliku juhtiva finantsajakirja esikaanel ilmunud pealkirja:

### VÄIKEINVESTORID PANUSTAVAD LANGUSELE, MÜÜES OSAKOGUSEID LÜHIKESEKS

Oktoobris 1970 avaldati samas ajakirjas juhtkiri, mis kritiseeris „hoolimatuid investoreid”, kes

kiirustasid tollal hooga ostma.

Need tsitaadid joonistavad selgelt välja mitmeid aastaid kestnud segaduse sõnade „investeerimine” ja „spekuleerimine” kasutamise osas. Mõelge meie pakutud investeerimise definitsioonile ja võrrelge seda ajakirja pealkirjas mainitud olukorraga, kus kogenematu tavainimene müüb mõne aktsia, omamatagi seda, mida müüb, ja hoides suuresti emotsionaalset veendumust, et ta suudab need hulga madalama hinnaga tagasi osta. Väärib märkimist, et hetkel, mil 1962. aasta artikkel ilmus, oli turg juba suure languse läbi elanud ning valmistus nüüd veelgi suuremaks tõusuks. See oli vahest kõige halvem hetk lühikeseks müümiseks. Üldises mõttes võiks hiljem tarvitatud väljendit „hoolimatu investor” pidada naeruväärseks sõnade vastandamiseks – umbes nagu „pillav koonerdaja” – kui see valekasutus poleks nii kahjulik.

Väljaanne kasutas nendel puhkudel sõna „investor”, sest Wall Streeti lihtsustatud keeles on kõik, kes müüvad või ostavad väärtpabereid, muutunud investoreiks, olenemata sellest, mida nad ostavad, mis hinnaga ja kas oma raha või võimendusega. Kõrvutage see avalikkuse suhtumisega aktsiatesse 1948. aastal, mil 90% küsitletutest polnud nõus aktsiaid ostma. Ligi pooled põhjendasid oma seisukohta, öeldes, et see on „ebaturvaline ja lihtsalt õnnemäng”, ning pooled, öeldes, et nad „pole sellega kursis”.\* On tõepoolest irooniline (ent mitte üllatav), et mis tahes aktsiate ostmist peeti väga spekulatiivseks või riskantseks just ajal, mil nende müügihinnad olid kõige ahvatlevamad ja mil need valmistusid ajaloo suurimaks tõusuks. Paradoksaalsel kombel muutis aktsiate tõus hinnatasemele, mis oli *varasema kogemuse* järgi hinnates ohtlikult kõrge, need aga just „investeeringuteks” ja kogu aktsiaid ostva üldsuse „investoriteks”.

*\* Uuringu, millele Graham viitab, koostas Michigani ülikool USA Föderaalreservi tellimusel ning see avaldati 1948. aasta juulis viimase väljaandes Federal Reserve Bulletin. Inimestelt küsiti: „Oletame, et üks mees otsustab oma raha mitte kulutada. Ta võib selle panna panka või osta selle eest võlakirju või investeerida mõnel muul moel. Milline raha paigutamise viis on teie meelest kõige arukam: pangaarvele panemine, võlakirjade soetamine, investeerimine kinnisvarasse või aktsiate ostmine?” Kõigest 4% arvasid, et aktsiad annaksid „rahuldavat” tulu; 26% pidasid seda „ebaturvaliseks” või „õnnemänguks”. Perioodil 1949-1958 võis börsil aga teenida suurimat kümne aasta tulu – keskmiselt 18,7% aastas. Seda ammust keskpanga uuringut on põnev võrrelda majandusajakirja BusinessWeek 2002. aasta lõpu küsitlusega, mis leidis, et ainult 24% investoritest olid valmis oma fondi- või aktsiaportfelli rohkem investeerima – kõigest kolm aastat varem oli sama näitaja 47%.*

Investeermise ja spekulatsioonide eristamine aktsiaturul on alati olnud kasulik ning selle eristuse kadumine on murettekitav. Oleme sageli öelnud, et Wall Street peaks eristuse institutsionaalselt uuesti kasutusele võtma ja rõhutama seda ka suhtluses avalikkusega. Vastasel juhul võib börsidele ühel päeval langeda süü tõsiste spekulatiivsete kaotuste eest, mille osas pole kannatajaid piisavalt hoiatatud. Iroonilisel kombel on mõnede börsifirmade piinlikud finantsolukorrad tekkinud nähtavasti just seepärast, et kapitali hulka on võetud spekulatiivseid aktsiaid. Usume, et selle raamatu lugeja omandab üsna selge ülevaate riskidest, mis kaasnevad raha paigutamisega aktsiatesse ja mis on lahutamatud pakutavatest tuluvõimalustest – investor peab oma arvutustes arvestama mõlema teguriga.

Äsjaõeldu viitab, et enam ei pruugi olemas olla puhast, vaid esinduslikest lihtaktsiast koosnevat investeerimisstrateegiat – teisisõnu on investoril alati võimalus oodata ja osta aktsia hinnaga, mille puhul võimalik turu- ja noteeritud hinna langus on vastuvõetav. Enamikul perioodidel peab investor ära tundma oma aktsiaportfelli *spekulatiivse faktori*. Tema ülesanne on hoida seda tegurit miinimumi piires ning olla rahaliselt ja psühholoogiliselt valmis nii lühi- kui pikaajalisteks kehvadeks tagajärgedeks.

Peaksime järgmises kahes lõigus rääkima lisaks ka otsesest aktsiatega spekulatsioonist ehk kauplemisest, mis eraldiseisev enamikus tippaktsiates sisalduvast spekulatiivsest tegurist. Kauplemine pole ebaseaduslik, ebamoraalne ega (suurele osale inimestest) ka mitte rahakotti täitev. Tegelikult on spekulatsioon mingil määral isegi vajalik ja vältimatu, sest paljude turuolukordadega kaasnevad nii arvestatavad kasumi- kui kahjumivõimalused ning keegi peab neis sisalduvad riskid enda kanda võtma.\* On võimalik arukalt investeerida ja on võimalik ka arukalt kaubelda. Leidub aga mitmeid lähenemisi, mis muudavad kauplemise mitteamuraks. Need on eelkõige (1) kauplemine, arvates, et investeerid, (2) tõsine (mitte pelgalt hobi korras)

*\* Spekuleerimine on kasulik kahel põhjusel. Esiteks ei oleks uutel läbiproovimata ettevõtetel (nagu Amazon.com või kunagine Edison Electric Light Co.) muidu mingil juhul võimalik koguda laienemiseks vajalikku kapitali. Peibutav pisike võimalus teenida tohutut tulu on määre, mis õlitab innovatsiooni masinavärki. Teiseks toimub aktsia ostmisel ja müümisel alati riski üleandmine – risk ei kao kunagi. Ostja võtab enda kanda peamise riski, et aktsia hind võib langeda. Samas jääb müüjale siiski kaasnev risk: võimalus, et müüdid aktsia hind hoopis kerkib.*

kauplemine, omamata selleks piisavaid teadmisi ja oskusi, (3) riskimine summadega, mille kaotamist endale lubada ei saa.

Meie konservatiivse vaate järgi peaksid kõik tavainvestorid, kes kasutavad börsil võimendust, mõistma, et nad tegelevad spekulatsiooniga, ning nende maaklerite kohus on neid sellest teavitada.<sup>†</sup> Lisaks, kõik nii-öelda menukate lihtaktsiate ja muude populaarsete väärtpaberite ostjad kas spekulatsioonivad või mängivad õnnemängu. Kauplemine on alati põnev ning võib olla ka üsna lõbus, kuni teid saadab edu.

Kui soovite spekulatsioonides tõepoolest kätt proovida, siis pange selleks tarbeks teatud osa oma kapitalist – mida väiksem, seda parem – eraldi kontole. Ärge lisage tolele kontole kunagi raha ainuüksi sellepärast, et turg on tõusnud ja kasumid voolavad – see on pigem aeg, mil mõelda spekulatsioonikontolt raha *välja võtmisele*. Ärge tegelege ühel kontol kunagi korraga spekulatsiooniga ja investimisega ning ärge segage neid tegevusi kokku ka oma mõtlemises.

### **Tulemused, mida võib oodata kaitsev investor**

Kaitsev investor huvitub meie eeltoodud definitsiooni järgi peamiselt turvalisusest ja vaevast pääsemisest. Kuidas peaks ta käituma ja kui suurt tulu võib ta oodata „tavaoludes“ – kui taolised olud üleüldse eksisteerivad?

Nendele küsimustele vastamiseks vaatame me kõigepealt, mida kirjutasime sel teemal seitsme aasta eest. Seejärel uurime, millised investorite oodatavat tulu mõjutavad olulised muutused on tollest ajast alates toimunud, ning viimaks kirjeldame, kuidas peaks kaitsev investor toimima ja milliseid tulemusi peaks ta eeldama praegustes (1972. aasta alguse) oludes.

<sup>†</sup> *Võimendusega konto võimaldab osta aktsiaid maaklerfirmalt laenatud rahaga. Laenatud rahaga investeerides teenitakse aktsia tõusu korral rohkem, kuid aktsia langus võib konto laostada. Laenu tagatis on konto kõigi investeeringute väärtus. Seega, kui konto väärtus langeb alla laenatud summa väärtuse, tuleb lisada raha omast taskust. Võimendusega kontode kohta leiate rohkem teavet lehekülgedel [www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm](http://www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm), [www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf](http://www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf) ja [www.nyse.com/pdfs/2001\\_factbook\\_09.pdf](http://www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf).*



## ***1. Mida kirjutasime kuus aastat tagasi***

Tollal soovitasime investoritel jaotada oma portfelli investeerimisjärgu võlakirjade ja juhtivate lihtaktsiate vahel – sealjuures ei tohiks võlakirjade osakaal olla kunagi vähem kui 25% ega rohkem kui 75%. Lihtaktsiate osakaal peaks omakorda vastama vastupidistele protsentidele. Investori lihtsaim valik oleks hoida mõlemat instrumenti võrdses 50-50 proportsioonis, kohandades seda tasakaalu vaid siis, kui turgudel on toimunud näiteks 5 protsendini ulatuv kõikumine. Alternatiivse lähenemisena võib investor vähendada oma lihtaktsiate osa 25 protsendini, kui „turu hinnatase näib ohtlikult kõrge“ ja suurendada seda teistpidi maksimaalse 75 protsendini, kui „ta tunneb, et aktsiate hinnalangus on muutmas neid aina ahvatlevamaks“.

1965. aastal võis investor teenida ligi 4,5% maksustatavate investeerimisjärgu võlakirjadega ja 3,25% maksuvabade madala riskitasemega võlakirjadega. Juhtivate lihtaktsiate dividendide tootlus oli pelgalt umbes 3,2% (sellal kui Dow Jonesi indeks oli 892 punkti tasemel). See tõi – ja mõned teisedki – manitsesid ettevaatlikkusele. Viitasime, et „turu normaalse hinnataseme korral“ peaks investori ostetud aktsiate algne dividenditootlus olema 3,5% ja 4,5% vahel, millele lisanduks juhtivaktsiate alusvara väärtuse (ja „tavalise turuhinna“) samaväärne püsiv kasv. Dividendid ja aktsia kallinemine tagaksid seega ligikaudu 7,5% suuruse aastase tootluse. Kui jaotada portfelli võrdselt võlakirjade ja aktsiate vahel, siis oleks tootlus enne tulumaksu tasumist oleks umbes 6%. Märkisime, et aktsiad pakuvad arvestatavat kaitset ka ulatusliku inflatsiooni põhjustatud ostujõu languse eest.

Tuleks lisada, et ülaltoodud arvutused eeldasid tunduvalt väiksemat aktsiaturu kasvu kui perioodil 1949-1964 tegelikult aset leidis. Börsiaktsiate kallinemise keskmine määr oli tegelikkuses tunduvalt kõrgem kui 10%. Seda peeti üldiselt garantiiks, et sarnaseid rahuldavaid tulemusi võib oodata ka tulevikus. Vaid vähesed olid valmis leppima võimalusega, et varasem kiire tõus võib tähendada hoopis seda, et aktsiahinnad on „nüüd liiga kõrged“, mistõttu „1949. aastast saati püsinud suurepäraseid tulemusi näitavad seda, et edaspidi ei või oodata väga häid, vaid hoopis *halbu* tulemusi“.

## ***2. Mis on toimunud alates aastast 1964?***

Põhimuutus võrreldes 1964. aastaga on olnud kõrgeima reitinguga võlakirjade intressimäärade tõus rekordtasemele, kuigi 1970. aasta madalaimatest hindadest saati on toimunud ka arvestatav taastumine. Kvaliteetsete äriühingu võlakirjadega saadav tulu on nüüd umbes 7,5% ja enam, samas kui 1964. aastal oli see arv 4,5%. Samas kasvasid Dow Jonesi indeksisse kuuluvate aktsiate dividendimaksed mõõdukalt ka 1969-1970 aset leidnud turulanguse ajal. Teisalt on dividendimäär siinse trüki kirjutamise ajal (mil Dow Jonesi indeks on 900 punkti tasemel) alla 3,5%, sellal kui 1964. aasta lõpus oli see 3,2%. Kehtivate intressimäärade muutus on toonud kõnealusel perioodil kaasa keskmise pikkusega (näiteks 20-aastaste) võlakirjade turuhinna 38% kahanemise.

Neil arengutel on ka paradoksaalne külg. 1964. aastal arutasime me pikalt võimalust, et aktsiate hinnad on liialt kõrged, mistõttu nende suur langus on vältimatu. Me ei käsitlenud täpsemalt aga võimalust, et sama võib juhtuda ka investeerimisjärgu võlakirjadega (meie teada ei suutnud seda ennustada ka keegi teine). Sellegipoolest lisasime me tollal järgmise hoiatuse (lk 90): „pikaajalise võlakirja hind võib intressimäärade vahetumise tõttu oluliselt muutuda“. Tollest ajast alates toimunud sündmuste valguses leiame aga, et toonitasime seda hoiatust liiga vähe ning oleksime pidanud tooma ka asjakohaseid näiteid. Kui investor oleks ostnud 1964. aastal, mil Dow Jonesi indeksi sulgemishind oli 874, teatava summa eest indeksisse kuuluvate ettevõtete aktsiaid, siis oleks ta 1971. aasta lõpuks jõudnud isegi kasumisse. Isegi 1970. aastal toimunud suurima (631-punktise) börsilanguse ajal oleks tema kaotus olnud väiksem kui kvaliteetsete pikaajaliste võlakirjade puhul. Samas, kui investor oleks piirdunud USA rahandusministeeriumi nn hoiuvõlakirjadega (*U.S. savings bonds*), mis võimaldavad kodanikel turvalisest sääste koguda, või ettevõtete lühiajaliste võlakirjadega või paigutanud raha hoiukontole, siis oleks ta ära hoidnud oma põhisumma turuväärtuse languse sel perioodil ning oleks saanud rõõmustada suurema kasumi üle kui kvaliteetsed aktsiad tollal pakkuda suutsid. Seega selgus, et raha ekvivalendid olid 1964. aastal etemad investeringud kui lihtaktsiad – seda hoolimata kogetud inflatsioonist, mis teoorias oleks pidanud soosima aktsiaid. Kvaliteetsete pikaajaliste võlakirjade turuhinna langus leidis aset arengute tõttu, mis toimusid rahaturul –

hämaral alal, mis inimeste investeerimisotsustes enamasti kuigivõrd suurt rolli ei mängi.

See on kõigest järjekordne lüli pikast kogemuste ahelast, mis demonstreerib, et väärtpaberite hinda pole kunagi võimalik täielikult ette ennustada.\* Võlakirjade väärtus on pea alati kõikunud vähem kui aktsiate hind ning üldiselt võivad investorid osta mis tahes kestusega investeerimisjärgu võlakirju, muretsmata nende turuväärtuse muutumise pärast. Sellel reeglil on aga ka erandeid ja 1964. aastale järgnenud periood oli just nimelt üks neist. Võlakirjade hinnamuutustest räägime lähemalt ühes hilisemas peatükis.

### ***3. Ootused ja investeerimispoliitika 1971. aasta lõpus ja 1972. alguses***

1971. aasta lõpus oli kvaliteetsete keskmise pikkusega äriühingu võlakirjadega võimalik teenida 8% maksustatavat intressitulu, kvaliteetsete riigi- või munitsipaalvõlakirjadega aga 5,7% maksuvaba tulu. Lühema kestusega võlakirjade seast valides võis investor teenida ligi 6% intressitulu, ostes USA viieaastaseid riigivõlakirju. Viimasel juhul ei pidanud ostja muretseda potentsiaalse turuväärtuse languse pärast, sest põhisumma täielik tagasimakse ning 6% intressitulu oli talle tagatud ning seda küllaltki lühikese tähtajaga. Dow Jonesi indeks, mis 1971. aastal jõudis korduvalt 900 punktini, tootis dividenditulu vaid 3,5%.

Eeldame, et investeerimispoliitika koostamisel nõuab – ja nõudis varemgi – peamist tähelepanu küsimus, kuidas jaotada raha kõrge investeerimisjärgu võlakirjade (ja muude nn raha ekvivalentide) ning juhtivate Dow Jonesi indeksi aktsiate vahel. Kuidas peaks investor praegustes oludes tegutsema, kui lähemas tulevikus pole mõjuvat põhjust eeldada ei märkimisväärtset turu tõusu ega ka langust. Soovime esmalt märkida, et kui ei toimu just märkimisväärtset negatiivset muutust, võib kaitsev investor oodata aktsiatelt aastas 3,5% dividenditulu ja ligi 4% suurust kallinemist. Aktsia hinna tõus põhineb peamiselt jaotamata kasumi arvelt iga aasta tehtavatel investeeringutel. (Sellest räägime edaspidi lähemalt.) Enne maksude arvestamist teeniks investor aktsiatega kokku ligikaudu 7,5%, ehk veidi vähem kui investeerimisjärgu võlakirjade intressiga.\* Pärast maksude tasumist oleks keskmine aktsiatulu umbes 5,3%. See protsent on enam-vähem võrdne kvaliteetsete keskmise pikkusega maksuvabade võlakirjade intressiga.

Vastupidiselt oma 1964. aasta analüüsile ei soosi me nende ootuste kohaselt enam aktsiad,

vaid võlakirju. (See järeldus põhineb vaieldamatul tõsiasjal, et võlakirjade tootlus on nimetatud aastast alates kerkinud tunduvalt rohkem kui aktsiate tootlus.) Me ei tohi unustada, et kvaliteetsete võlakirjade intressid ja põhisummade tagasimaksed on paremini kaitstud ning seepärast kindlamad kui aktsiate dividendid ja nende hinna kallinemine. Peame seega tõdema, et praegu, 1971. aasta lõpus on võlakirjadesse investeerimine selgelt mõistlikum kui aktsiatesse investeerimine. Kui me oleksime selles järelduses veendunud, siis soovitaksime me kaitsval investoril paigutada kogu oma raha võlakirjadesse ja vältida aktsiaid täielikult, kuni nende tootluse suhe nähtavalt aktsiate kasuks pöördub. Kuid loomulikult ei saa me olla kindlad, et võlakirjad praegusest turutasemest alates ka tegelikult aktsiatest edukamad on. Lugeja mõtleb nüüd kindlasti ka inflatsioonitegurile kui veenvale põhjusele, mille tõttu eelistada aktsiaid. Järgmises peatükis väidame me aga, et Ühendriikide selle sajandi kogemus ulatusliku inflatsiooniga siiski ei toeta aktsiate eelistamist võlakirjadele, pidades silmas nende praegusi tootlusi. Teisalt on alati olemas võimalus – kuigi meie hinnangul tagasihoidlik – et tekib kiirenev inflatsioon, mis annab aktsiatele ühel või teisel viisil eelise fikseeritud intressimaksetega võlakirjade ees.† On ka teine võimalus (mida peame samuti äärmiselt ebatõenäoliseks):

*\* Kui täpsed olid Grahami prognoosid? Esmapilgul tundub, et üpris täpsed: 1972. aasta algusest kuni 1981. aasta lõpuni oli aktsiate aastane tootlus 6,5% (Graham ei täpsustanud oma prognoosi ulatust, kuid on mõistlik eeldada, et ta pidas silmas kümnendi pikkust perioodi). Paraku möllas tollal aga 8,6-protsendine iga-aastane inflatsioon, mis kõrvaldas aktsiate kasvu pea täielikult. Peatüki siinses osas kirjeldab Graham kokkuvõtlikult niinimetatud Gordoni mudelit, mille kohaselt on aktsiaturu tulu tulevikus võrdne praeguse dividenditaseme ja kasumite oodatava kasvu summaga. 2003. aasta alguses on dividenditootlus pisut alla 2%, kasumite oodatav kasv ligikaudu 2% ja inflatsioon veidi üle 2%, järelikult võib ehk eeldada 6 protsendi suurust aastast kogutootlust. Lähemalt räägin sellest 3. peatüki kommentaaris.*

*† Alates 1997. aastast, mil loodi USA keskpanga TIPS-võlakirjad (Treasury Inflation-Protected Securities), ei peeta aktsiaid enam automaatselt parimaks valikuks neile investoritele, kes valmistuvad kiirenevaks inflatsiooniks. Erinevalt tavalistest võlakirjadest kasvab TIPS-võlakirjade väärtus koos tarbijahinnaindeksi tõusuga, muutes investorite raha seega põhimõtteliselt inflatsioonile immuunseks. Aktsiatel sellist garantiid pole ning õigupoolest on need ka võrdlemisi kehvad kaitsevahendid kõrge inflatsioonitaseme vastu. Üksikasjalikumalt selgitan seda teemat 2. peatüki kommentaaris.*

Ameerika ettevõtted muutuvad (ilma kaasneva inflatsioonita) nii tulusaks, et toovad järgnevatel aastatel kaasa lihtaktsiate väärtuse tugeva kasvu.

Viimaks on võimalik ka tuttavam stsenaarium, mille puhul näeksime taaskord aktsiaturu suurt spekulatiivset tõusu ilma seda õigustava alusväärtuse kasvuta. Need põhjused ja vahest mõned muudki võivad panna investori kahetsema raha täielikku paigutamist võlakirjadesse, isegi kui nende tootlus on ligitõmbavam.

Selle lühikese arutluse lõpetuseks kordame aga veelkord üle kaitsva investori peamise kompromisslahenduse: arvestatav osa raha peab alati olema võlakirja tüüpi vahendites ja arvestatav osa aktsiates. Tõsi, investor võib jätkuvalt valida, kas hoida neid võrdses 50-50 vahekorras või jaotada nende osakaalu oma hinnangu järgi minimaalse 25% või maksimaalse 75% piires. Neist alternatiivsetest lähenemistest anname üksikasjaliku ülevaate hilisemas peatükis.

Kuna lihtaktsiate praegune ennustatav tootlus on võlakirjadega pea võrdne, ei sõltu investori oodatav tulu (arvestades ka aktsiate kallinemist) raha jaotamisest kahe väärtpaberi vahel. Nagu me eespool arvutasime, on kummagi väärtpaberi kogutulu ligi 7,8% enne maksude tasumist või 5,5% maksuvabade vahendite puhul (või pärast maksude tasumist). Taoline kasum on märgatavalt suurem kui see, mida harilik konservatiivne investor varem pikaajaliselt teenida suutis. See tulemus ei pruugi tunduda kuigi ahvatlev võrreldes 14% tootlusega, mida võis saavutada 1949. aastal alanud ja kaks kümnendit pea katkematult kestnud pulliturul. Tuleks aga meeles pidada, et perioodil 1949-1969 kasvas Dow Jonesi indeksi hinnatase enam kui viiekordselt, samas kui ettevõtete tulud ja dividendid vaid kahekordistusid. Järelikult põhines suurem osa selle ajavahemiku muljetavaldavast turuliikumisest investorite ja kauplejate suhtumise muutusel, mitte ettevõtete väärtuse kasvul. Võib seega öelda, et börs tõmbas end tollal „saapapaelu pidi püsti“. Kaitsva investori lihtaktsiate portfelli teemal arutledes oleme rääkinud vaid Dow Jonesi tööstuskeskmise 30 aktsiast. Oleme seda teinud kõigest lihtsustamise eesmärgil ja me ei püüa sellega väita, et vaid need 30 aktsiat sobivad kaitsvale investorile ostmiseks. Õigupoolest on olemas hulganisti ettevõtteid, mille kvaliteet on võrdne Dow Jonesi indeksi keskmisega või sellest isegi kõrgem. Siia kuuluvad mitmed kommunaalteenuste pakkujad (mis kajastuvad teises Dow Jonesi näitajas).\*

Siinkohal on põhiline aga mõte, et kaitsva investori kogutulemust ei mõjuta tõenäoliselt

otsustavalt see, kas ta on loonud ühe- või teistsuguse esindus- või hajutatud aktsianimekirja. Veelgi enam: ei investor ega tema nõuandjad ei suuda kindlalt ennustada, millised erinevused nende nimekirjade vahel ajapikku tekkida võivad. Tõsi, oskuslik või kaval investeerimine seisneb suuresti just aktsiate valikus, mis annaksid turu keskmisest paremaid tulemusi. Põhjustel, mida selgitame edaspidi, oleme skeptilised kaitsvate investorite võime suhtes turu keskmisest paremaid tulemusi saavutada – kokkuvõttes tähendaks see, et nad peaksid üle trumpama omaenda üldise tootluse. Meie skepsis puudutab ka suurfonde juhtivaid eksperte.

Selgitame oma vaatepunkti näitega, mis esmapilgul näib tõestavat vastupidist. 1960. aasta detsembrist 1970. aasta detsembrini kerkis Dow Jonesi indeks 616 punktilt 839 punktile, ehk 36%. Ent sama ajavahemiku jooksul tõusis Standard & Poor'si märksa suurem, 500 ettevõtet hõlmav indeks tasemelt 58,11 tasemele 92,15, ehk kasvas 58%. Mõistagi oli teine indeks seega etem ost kui esimene. Kuid kes oleks julgenud 1960. aastal arvata, et pealtnäha seosetu kogum mitmesuguseid lihtaktsiaid suudab kindlalt edestada Dow Jonesi aristokraatiat, neid nn kolmekümnet türanni? Kõik see tõestab, et usaldusväärseid ennustusi nii absoluutsete kui suhteliste hinnamuutuste kohta on võimalik teha ainult harva. Kordame end siin ilma häbenemata (sest seda hoiatust võib lõputult korrata): investor ei saa mis tahes uusi või populaarseid aktsiaid ostes (ehk kiire tulu lubadusi järgides) loota saavutada enam kui turu keskmine tootlus. Pikemas vaates kehtib pea alati vastupidine. Kaitsev investor peab aktsiate valikul piirduma tähtsate ettevõtetega, mille tegevusel on pikk ja kasumlik ajalugu ning mille majanduslik seisukord on tugev. Taolise nimekirja suudaks koostada iga päev väärtpaberianalüütik. Agressiivne investor võib osta ka muud tüüpi lihtaktsiaid, ent nende valik peaks rajanema arukal analüüsil.

*\* Tänapäeval on Dow Jonesi tööstuskeskmise kõige levinumad alternatiivid Standard & Poor'si 500 aktsiast koosnev indeks (S&P 500) ja Wilshire 5000 indeks. S&P 500 koosneb viiesajast suurest ja tuntud ettevõttest, mis moodustavad umbes 70% USA väärtpaberituru koguväärtusest. Wilshire 5000 hõlmab pea kõiki olulisi Ühendriikide börsiaktsiaid – kokku on neid umbkaudu 6700. Kuna tähtsaimat rolli mängivad indeksi koguväärtuses aga suurimad ettevõtted, on Wilshire 5000 tulemused enamasti üpris võrdsed S&P 500 tulemustega. Mitmed madalate tasudega fondid pakuvad investoritele võimalust omada nende indekse aktsiaid mugava ühtse portfelliga. Vt 9. peatükki.*

Selle osa lõpetuseks sooviksime põgusalt tutvustada kolme kaitsvale investorile mõeldud lisaideed või -lähenemist. Esiteks soovitame lihtaktsiate portfelli loomise alternatiivina kaaluda hinnatud investeerimisfondide osakute ostmist. Investor võib kasutada ka mitmetes riikides tegutsevaid usaldusühingute või pankade hallatavaid usaldusfonde. Kui tal on rahalisi vahendeid aga arvestatavas koguses, võib ta rakendada ka tunnustatud investeerimisnõustamise firmade teenuseid. Taolised firmad juhivad tema investeerimisportfelli professionaalsel moel ja kindla plaani järgi.

Kolmas kasulik meetod on ostuhinna keskmistamine (*dollar-cost averaging*), mida järgiv investor soetab iga kuu või igas kvartalis sama summa eest aktsiaid. Sel moel ostab ta turu madalseisu ajal rohkem väärtpabereid kui selle kõrgema taseme ajal ning saavutab portfelli kokkuvõttes rahuldava keskmise ostuhinna. Põhimõtteliselt on tegemist laiemaga meetodiga, mida nimetatakse „mudeli järgi investeerimiseks” (*formula investing*), Viitasime sarnasele mõtteviisile, kui soovitasime jaotada lihtaktsiate osakaalu portfellis 25% kuni 75% ulatuses ja kohandada seda vastupidiselt turu liikumissuunale. Need ideed on kaitsva investori jaoks kasulikud ning me kirjeldame neid lähemalt edasistes peatükkides.

## **Tulemused, mida võib oodata agressiivne investor**

Ettevõtlik väärtpaberiootja soovib ja loodab saavutada mõistagi paremaid tulemusi kui tema kaitsev või passiivne kaaslane. Kuid kõigepealt peab ta tagama, et tema tulemused ei oleks kehvemad kui teistel. Pole üldse raske saada Wall Streetile rohke energia, õpitud teadmiste ja loomupärase andega ning jõuda viimaks kasumi asemel hoopis kahjumisse. Kui neid kasulikke omadusi valesti juhtida, võivad need muutuda hoopis kahjulikeks. Seepärast on äärmiselt oluline, et ettevõtlikul investoril oleks alustades selge ettekujutus, milliste tegevuste abil on tõenäosus saavutada edu ja millistega mitte. Esmalt vaatame, missuguste erinevate meetoditega on investorid ja spekulandid püüdnud saavutada keskmisest paremaid tulemusi.

1. **Börsil kauplemine.** See seisneb enamasti aktsiate ostmises, kui turg on tõusnud ja nende müümises pärast seda, kui turg on asunud langema. Valitud aktsiad on tõenäoliselt need, mis on

„käitunud” paremini kui turu keskmine. Mõned professionaalid tegelevad sagedasti tühimüügiga – st nad müüvad aktsiaid, mis ei kuulu neile, vaid mille nad on laenanud börsil kehtestatud mehhanismide kaudu. Professionaalide eesmärk on teenida kasu väärtpaberite hinna järgnevast langusest, ostes need tagasi müügihinnast odavama hinnaga. Nagu viitab leheküljel 19 toodud tsitaat Wall Street Journalist, tegelevad ka „väikeinvestorid” – kaotage see termin! – mõnikord lühikeseks müügiga.

**2. Lühiajaliselt valimine.** Taoliste ettevõtete aktsiate ostmise, mis on teatanud või eelduste kohaselt teatab suurenenud kasumist või mille puhul on oodata muid soodsaid arenguid.

**3. Pikaajaliselt valimine.** Siin asetatakse enamasti rõhku suurepärase kasvuajalooga ettevõtetele, mis tõenäoliselt kasvavad ka edaspidi. Mõned juhul võib „investor” valida ka ettevõtteid, mis pole seni saavutanud muljetavaldavaid tulemusi, ent mis jõuavad kõrge kasumlikkuseni eeldatavasti tulevikus. Sellised ettevõtted kuuluvad sageli mõne tehnoloogia (näiteks arvutid, ravimid, elektroonika) valdkonda ning arendavad tihti välja uusi, paljulubavaid teenuseid või tooteid.

Oleme juba väljendanud oma umbusku investori võimaluste vastu nende tegevusaladega edu saavutada. Nii teooria kui tegelikkuse seisukohalt eemaldame investeerimise mõiste alt kohe esimese kategooria. Aktsiatega kauplemine ei ole tegevus, mis „tagab põhjaliku analüüsi tulemusel põhisumma säilimise ja lubab rahuldavat tulu”. Aktsiakauplemisest räägime rohkem hilisemas peatükis.

Oma püüdluses valida lähema või kaugema tuleviku jaoks kõige paljulubavamaid aktsiad seisab investor silmitsi kahte sorti takistusega – esimene on seotud inimliku eksimisvõimega ja teine selle valdkonna konkurentsirohke olemusega. Ta võib eksida oma ennustustes või, isegi kui tal on õigus, näha, et tema ennustused kajastuvad juba täielikult börsihindades. Lühiajalise valiku puhul on ettevõtete käesoleva aasta majandustulemused üldiselt Wall Streetil juba kõigile teada ning järgneva aasta tulemused juba hoolika arutluse all (kuivõrd neid on üldse võimalik ette ennustada). Seega avastab investor, kes valib aktsiaid käimasoleva aasta heade tulemuste või saabuva aasta kohta kogutud ennustuste põhjal, et tema konkurendid on samadel põhjustel



samamoodi toiminud. Tegurid, mis pärsivad investorit, kes valib aktsiaid nende pikaajalise potentsiaali järgi, on põhimõtteliselt samasugused. Tõenäosus, et tema ennustustes esineb otsene viga – nagu demonstreerisime lennufirma näites leheküljel 6 – on kahtlemata suurem kui lühiajaliste kasumite puhul. Kuna selliste prognoosidega eksivad sageli ka professionaalid, on teoreetiliselt võimalik teenida suurt tulu, tehes õigeid ennustusi, sellal kui Wall Street oma ennustustes põrub. Ent see on kõigest teooria. Kui paljud ettevõtlikud investorid saavad tegelikult loota oma taibukusele või prohvetlikule andele ning lüüa professionaalseid analüütikuid nende lemmikmängus – ettevõtete pikaajaliste tulude ennustamises?

Jõuame seetõttu järgmise loogilise, aga üllatava järelduseni: et tagada tõenäosus saavutada pidevaid keskmisest paremaid tulemusi peab investor tegema valikuid, mis on (1) oma olemuselt põhjendatud ja paljutootavad ning (2) Wall Streetil ebapopulaarsed. Kas sellised võimalused on ettevõtlikule investorile saadaval? Teoorias on vastus alati jaatav ning on palju põhjuseid, mis viitavad, et sama kehtib ka praktikas. Kõik teavad, et aktsiate spekulatiivsed liikumised kannavad nende hinna mõlemas suunas liiga kaugele. See juhtub sageli koguturu lõikes ning alati (vähemalt osade) üksikaktsiate puhul. Enamgi veel, lihtaksia võib olla alahinnatud ka huvipuuduse või põhjendamatu avaliku eelarvamuse tõttu.

Võime minna kaugemalegi ja väita, et suur osa aktsiatega kauplejatest ei suuda nähtavasti – viisakalt öeldes – eristada üht oma kehaosa teisest. Siin raamatus esitame me rohkelt (minevikust pärit) näiteid ebakõladest hinna ja väärtuse vahel. Näib, et iga matemaatikas osav intelligentne inimene võib olla Wall Streetil edukas, kasutades ära teiste rumalust. Nii see tundub, kuidas tegelikkus pole nõnda lihtne. Kõrvalejäetud ja seega alahinnatud aktsia ostmine kasumi teenimise eesmärgil osutub enamasti pikaks ja kannatust proovile panevaks kogemuseks. Liiga populaarse ja seega ülehinnatud aktsia lühikeseks müümine paneb seevastu lisaks investori julgusele ja vastupidavusele proovile ka tema rahakoti varud.\*

*\* Aktsia katteta müügi või „lühikeseks müümise“ korral panustatakse selle hinna langusele. Lühikeseks müümine on kolmeosaline protsess: esmalt laenatakse kelleltki aktsiaid, seejärel müüakse need ära ning asendatakse hiljem uute aktsiatega. Kui väärtpaberi hind langeb, on asendusaktsiad võimalik osta odavamalt hinnaga. Laenatud aktsiate müügihinna ja nende asemele ostetud aktsiate eest makstud hinna vahe ongi tehingu kogutulu (millest lahutatakse dividendi- või intressitasud, samuti maaklerikulud). Kui*

Kirjeldatud põhimõte on kindel ja selle edukas rakendamine pole võimatu, kuid selle täielik omandamine pole lihtne. Lisaks on olemas ka küllaltki suur hulk „eriolukordi“, mis aastate jooksul võivad valdkonna tundjaile minimaalse üldise riskiga tuua ligi 20% või suurema aastase tootluse. Eriolukordade sekka kuuluvad aktsiate arbitraaž, väljamaksed ja restruktureerimine likvideerimise korral ning teatud tüüpi riskihajutusvahendid. Kõige harilikum taoline juhtum on plaanitud ühinemine või ettevõtte ülevõtmine, mis annavad teatud aktsiatele nende börsiletuleku hinnast tunduvalt kõrgema väärtuse. Selliste tehingute sagedus on aastate jooksul palju kasvanud, mistõttu senine periood on olnud asjatundjatele tõenäoliselt väga tulus. Ühinemisteadete sagenemisega on esinenud aga tihemini ka takistusi ühinemistele ja tehingute katkemisi, mis on põhjustanud üsna paljudele investoritele varem lollikindlaks peetud tegevuses kaotusi. Kasumit vähendas ilmselt ka liiga suur konkurents.<sup>†</sup> Nende eriolukordade tulususe kahanemine paistab olevat selle raamatu eluea jooksul tekkinud ennasthävitava protsessi ilming, mis tuletab meelde kahanevate tulude seaduse. 1949. aastal esitasime uuringu aktsiaturu viimase 75 aasta kõikumiste kohta ning pakkusime selle ja kasumite ning kehtivate intressimäärade alusel välja valemi, mille abil on võimalik leida õige hinnatase Dow Jonesi indeksi aktsiate ostmiseks nende „kesksest“ või „tegelikust“ väärtusest odavamalt ja müümiseks sellest väärtusest kallimalt. Siin rakendasime me Rotschildide perekonna juhtpõhimõtet: „Osta odavalt ja müü kallilt.“\* Samuti oli selle lähenemise eeliseks vastandumine Wall Streeti juurdunud ja kahjulikule põhimõttele, et aktsiaid tuleks osta seetõttu, et nende hind on tõusnud ning müüa, sest nende hind on langenud. Paraku ei toiminud see valem enam pärast 1949. aastat. Teise kõne-

*aktsia hind aga hoopis tõuseb, on kaupleja potentsiaalne kahju piiramatult – see teeb lühikeseks müümise enamiku investorite jaoks vastuvõetamatult spekulatiivseks.*

*† 1980. aastate lõpus, mil vaenulike ülevõtmiste ja võimendusväljaostude arv mitmekordistus, asus Wall Street looma arbitraažiasutusi, et teenida tulu tänu vigadele, mis nende keeruliste tehingute hinnastamises esinesid. Selles oldi peagi nii edukad, et lihtsa kasumi saamise võimalus kadus ja paljud neist asutustest suleti. Graham arutleb samal teemal ka hiljem (lk 174-175), kuid sedasorti kauplemine pole enamiku inimeste jaoks tegelikult enam teostatav ega sobiv, sest vaeva vääriks kasumi saamiseks peab tegu olema mitme miljoni dollari suuruse tehinguga. Rikkad isikud ja institutsioonid võivad kirjeldatud strateegiat rakendada ühinemistele või „sündmuste“ arbitraažile spetsialiseerunud riskifondide vahendusel.*

ka näite pakub kuulus aktsiaturu liikumisi prognoosiv Dow-teooria, mis oli 1897-1933 erakordselt edukas, ent mille ennustused 1934. aastast alates olid üpris kaheldava väärtusega.

Toome kolmanda ja viimase näite kuldsetest võimalustest, mida pole enam võimalik rakendada: suur osa meie tegevusest Wall Streetil piirdub soodsate aktsiate ostmisega. Need aktsiad on lihtsasti tuvastatavad seeläbi, et nende hind on odavam kui nende osa käibevarast (käibekapitalist), arvestamata ettevõtte kontot ja muid varasid ning lahutades ettevõtte võlakohustused. Taolised väärtpaberid on selgelt müügil hinnaga, mis on tunduvalt madalam ettevõtte väärtusest. Ettevõtte omanikud ja enamusosanikud ei müüks neid mingil juhul nõnda odavalt. Kuid kummalisel moel selliseid anomaaliaid siiski esines. 1957. aastal avaldati nimekiri, milles reastati ligi 200 turul saadaolevat sellist tüüpi aktsiat. Praktiliselt kõik need soodsad aktsiad osutusid ühel või teisel viisil tulusaks ning nende keskmine iga-aastane kasv oli hulga etem kui paljudel teistel investeeringutel. Ent taolised väärtpaberid kadusid turult järgmise aastakümne jooksul pea täielikult ning koos nendega ka ettevõtliku investori kindel viis oskuslikult ja edukalt tulu teenida. 1970. aasta madalate hindade ajal ilmus börsidele seevastu taaskord märkimisväärne kogus „käibekapitalist odavamaid“ aktsiaid ning hoolimata turu jõulisest taastumisest oli soodsaid pakkumisi aasta lõpus piisavalt palju säilinud, et neist oli võimalik koostada täiemahuline portfelli. Ettevõtliku investori käsutuses on tänasteski oludes mitmeid viise keskmisest paremate tulemuste saavutamiseks. Turul olevate väärtpaberite tohutusest hulgast leidub kahtlemata küllaltki palju alahinnatud aktsiaid, mida on võimalik loogiliste ja piisavalt usaldusväärsete standardite järgi tuvastada. Nende tootlus on eeldatavasti rahuldavam kui Dow Jonesi indeksi või mõne sarnase väärtpaberite koondnimekirja keskmine. Meie hinnangul on taoliste võimaluste otsimine vaeva väärt vaid siis, kui investor loodab lisada oma portfelli aktsiaosa tootlustele keskmiselt 5% aastas (enne maksude tasumist). Püüame hiljem tuua välja paar aktiivsele investorile sobivat aktsiate valimise meetodit.

*\* Rothschildide perekond, mille mõjukaim esindaja oli Nathan Mayer Rothschild, oli 19. sajandi Euroopa investeerimis panganduse ja maakleriteenuste domineeriv jõud. Hiilgava kirjelduse perekonna ajaloost leiate Niall Fergusoni raamatust „The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798–1848” (Viking, 1998).*

## KOMMENTAAR ESIMESELE PEATÜKILE

Kogu inimkonna viletsus pärineb samast allikast: oskamatustest

ühe koha peal rahu olla.

— Blaise Pascal

Miks New Yorgi börsi maaklerid alati hõiskavad, kui kostab börsipäeva lõpukell, hoolimata sellest, kuidas turg tol päeval käitus? Seepärast, et kui teie kauplete, siis teenivad nemad teie edust või ebaedust olenemata raha. Kui te investeerimise asemel spekulereite, langetate te tõenäosust oma jõukust kasvatada ja toote kasu teistele.

Grahami definitsioon investeerimisele on selgemast selgem: „Investeerimine on tegevus, mis tagab põhjaliku analüüsi tulemusel põhisumma säilimise ja lubab rahuldavat tulu.“<sup>1</sup> Pange tähele, et Grahami sõnul koosneb investeerimine kolmest võrdsest elemendist:

- enne aktsia ostmist tuleb ettevõtet ning selle tegevusala ja äritegevust põhjalikult analüüsida,
- investor peab ennast läbimõeldud viisil kaitsma suurte kaotuste eest,
- tootlus, mille poole püüdate, peab olema rahuldav, mitte erakordne.

Investor arvutab ettevõtte äritegevuse põhjal välja aktsia väärtuse. Spekuleerija panustab, et aktsia hind tõuseb, sest keegi teine on valmis selle eest veel rohkem maksma. Grahami sõnastuses hindavad investorid „turuhinda väljakujunenud väärtuse tuvastamise standardite alusel,“ sellal kui spekulereijate „väärtuse hindamise standardid põhinevad turuhinnal“.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Graham ei piirdu sellega, vaid määratleb ka definitsiooni põhiterminid. „Põhjalik analüüs“ on „faktide ülevaatamine, pidades silmas väljakujunenud riski ja väärtuse hindamise standardeid“. „Põhisumma kaitse“ on teisisõnu „kaitse kaotuste vastu normaalsetes või eeldatavates tava- või eritingimustes“. „Piisav“ (või „rahuldav“) tootlus on „tulu teenimise kiirus ja tase (olgu see kui tahes madal), mis on investorile vastuvõetav, eeldusel, et ta toimib mõistlikult.“ „Security Analysis“, 1934. aasta väljaanne, lk 55–56).

<sup>2</sup> „Security Analysis“, 1934. aasta väljaanne, lk 310.

Spekuleerija jaoks on aktsiahindade vool otsekui hapnik: võta see ära ja ta sureb. Investorit huvitavad börsihinnad hulga vähem. Graham soovitab teil investeerida vaid siis, kui teile ei valmista ebamugavust mõte, et omate teatud aktsiat, jälgimata selle turuhinna igapäevast liikumist.<sup>3</sup> Turul spekuleerimine võib olla põnev ning ka tasuv (kui teil on õnne), just nagu kasiinos mängimine või hobuste võiduajamistel panustamine. Kuid see on ka halvim viis oma jõukuse kasvatamiseks. Seda seepärast, et Las Vegase ja hipodroomiga sarnaselt on ka Wall Street seadnud tingimused enda kasuks ning jääb alati kokkuvõttes peale, lüües kõiki, kes üritavad „maja“ selle spekulatiivses mängus võita. Teisest küljest on investeerimine justkui erilist sorti kasiino, kus kaotamine pole lõpuks võimalik, eeldusel, et mängid vaid reeglite järgi, mis annavad sulle selgelt eelise. Inimesed, kes investeerivad, teenivad raha endale, spekuleerijad aga maakleritele. See on samuti põhjus, miks Wall Street vaikib alatasa maha investeerimise kauakestvad väärtused ja reklaamib kirevalt spekuleerimist.

## SUUREL KIIRUSEL OHTLIK

Graham hoiatab, et spekuleerimise segiajamine investeerimisega on alati viga. Üheksakümnendatel viis see viga ulatusliku hävinguni. Pea kõigi kannatus katkes nähtavasti samaaegselt ning Ameerika muutus spekuleerijate maaks, kus kauplejad hüppasid ühelt aktsiaalt teisele nagu rohutirtsud augustikuisel heinapõllul.

Inimesed hakkasid uskuma, et investeerimistehnika tõestamiseks on tarvis vaid näidata, et see „töötab“. Kui nad suutsid mis tahes ajaperioodi jooksul turgu võita – olgu nende taktika kui tahes ohtlik või rumal – asusid inimesed väitma, et neil on „õigus“. Ent arukat investorit ei huvita see, et tal on ajutiselt õigus. Pikaajaliste rahaliste eesmärkide saavutamiseks peab tal õigus olema järjepidevalt ja püsivalt. Üheksakümnendatel moekaks muutunud tehnikad – päevakauplemine, hajutamise vältimine, kiirkauplemine populaarsete investeerimisfondide osakutega ja aktsiavalimise „süsteemide“ järgimine – tundusid toimivat. Pikemas vaates olid need aga määratud läbikukkumisele, sest need ei vastanud Grahami investeerimiskriteeriumitele.

<sup>3</sup> Ühes intervjuus mõtestas Graham seda nii: „Küsi endalt: kui nende aktsiatega poleks võimalik turul kaubelda, siis kas ma oleksin valmis sellesse ettevõttesse nendel tingimustel investeerima?“ (Forbes, 1. jaanuar 1972, lk 90).

Mõistmaks, miks ajutised suured tulud mitte midagi ei tõesta, kujutlege kahte paika, mis on teineteisest 180 kilomeetri kaugusel. Kui ma järgin kiiruspiirangut, mis lubab sõita 90 km/h, siis jõuan ma kohale kahe tunniga. Kuid kui ma kihutan 180 km/h, siis saabun ma sihtpunkti kõigest ühe tunniga. Kui ma seda üritan ja elusalt kohale jõuan, siis kas mul on „õigus“? Kas see meetod tunduks teile ahvatlev, kui kuuleksite mind hooplemas, et see „töötas“? Muljetavaldavad trikid turu üle trumpamiseks on üsna sarnased: mõnel korral, kui õnn teile naeratab, võivad need toimida. Kui neid kauem järgite, on saatuslik lõpp aga vältimatu.

Graham täiendas käesolevat raamatut viimati 1973. aastal, mil New Yorgi börsi ettevõtete käibe kasvas aastas 20%. Tüüpiline aktsionär omas väärtpaberit enne müümist seega viis aastat. 2002. aastaks oli käibe kasv kerkinud tasemele 105% – aktsiaid hoiti ainult 11,4 kuud. Aastal 1973 hoidis keskmine investeerimisfond iga aktsiat ligi kolm aastat. 2002. aastaks oli see periood kahanenud pelgalt 10,9 kuuni. Investeerimisfondide haldajad uurisid aktsiaid nähtavasti täpselt nii palju, et mõista, et nad polekski üldse pidanud neid ostma. Seejärel vabanesid nad aktsiatest kiiruga ja alustasid otsast peale.

Isegi kõige tunnustatumad varahaldusfirmad muutusid närviliseks. 1995. aasta alguses oli Jeffrey Vinik, tollal maailma suurima investeerimisfondi tiitlit kandnud Fidelity Magellani juhataja, paigutanud 42,5% varadest tehnoloogiaettevõtete aktsiatesse. Ta teatas, et enamik fondi osanikest „on investeerinud sellesse fondi aastate kaugusele ulatuvate eesmärkidega... Ma arvan, et nende eesmärgid kattuvad minu omadega ning et nad peavad – nagu minagi – parimaks pikaajalist lähenemist.“ Kuid kuus kuud pärast selle ülla mõtte väljendamist müüs Vinik ära peaaegu kõik fondi tehnoloogiaettevõtete aktsiad, väljudes kaheksa pöörase nädala jooksul väärtpaberitest, mille koguväärtus oli ligi 19 miljardit dollarit. Nii palju siis „pikaajalisest lähenemisest“! Neli aastat hiljem õhutas Fidelity odavmaaklerite haru kliente Palm-pihuarvuteid kasutades kauplema kõikjal ja pidevalt – see oli täielikult kooskõlas ka ettevõtte uue hüüdlausega „Every second counts“ („Iga sekund loeb“).

NASDAQ'i börsil muutus käibekasv ülikiiireks, nagu näitab skeem 1-1.4 Aastal 1999 vahetus

<sup>4</sup> Allikas: Steve Galbraith, Sanford C. Bernstein & Co. uuring, 10. jaanuar, 2000. Tabelis olevate aktsiate keskmine kasv 1999. aastal oli 1196,4%. Järgmistel aastatel kaotasid nad keskmiselt 79,1%, 35,5% ja 44,5% oma väärtusest - kaotades täielikult 1999. aasta tulud ja rohkemgi.

näiteks Puma Technology aktsia omanik keskmiselt iga 5,7 päeval järel. Vaatamata NASDAQ'i suursugusele motole – „The Stock Market for the Next Hundred Years“ („Börs järgmise saja aasta jaoks“) – suutsid vähesed selle kliendid hoida aktsiaid sada tundi.

## FINANTSVIDEOMÄNG

Wall Street jättis internetikauplemisest mulje, nagu oleks see ülikiire viis raha toota: auväärse pangandusettevõtte Morgan Stanley internetiteenuste haru, Discover Brokerage'i telereklaamis võtab viletsa puksiirauto juht peale jõuka välimusega ärimähe. Too märkab armatuurlauale kinnitatud fotot troopilisest rannajärgest ja küsib: „Käisid puhkusel?“ „Noh, tegelikult on see mu kodu,“ vastab juht. Pintsaklipslane ütleb jahmunult: „Näeb välja nagu terve saar.“ Ning juht vastab tagasihoidliku rahuloluga: „Tehniliselt võttes on see riik.“

Propaganda ei piirdunud sellega. *Online*-kauplemine ei nõua vaeva ega mõtlemist. Internetimaakleri Ameritrade telereklaamis näidati kahte koduperenaist, kes on just jooksmast tulnud. Üks neist logib arvutisse, klõpsab paar korda hiirega ja hüüatab võidukalt: „Ma teenisin praegu 1700 dollarit!“

Maaklerfirma Waterhouse reklaamis küsib keegi aga korvpallitreenerilt Phil Jacksonilt: „Teate te midagi sellest [aktsia]tehingust?“ Ta vastab: „Teen selle kohe praegu ära.“ Kui mitu mängu oleks Jacksoni NBA meeskond võitnud, kui ta oleks seda filosoofiat kasutanud ka pallisaalis. Miskipärast ei tundu olukord, kus treener ei tea vastasmeeskonnast midagi, kuid saabub mängule ja teatab „Teeme selle kohe ära.“ olevat just medaleid toov lähenemine.

1999. aastaks kauples internetis vähemalt kuus miljonit inimest – ning umbes kümnendik neist tegeles päevakauplemisega, ehk aktsiate välkkiire müümise ja ostmisega. Kõik, alates meelelahutusäri diivast Barbra Streisandist kuni 25-aastase endise New Yorgis Queensi linnaosas töötanud ettekandja Nicholas Birbaseni loopisid aktsiaid nagu kuuma sütt. „Varem investeerisin ma pikaajaliselt, kuni avastas, et see on rumal,“ teatas Birbas ülbelt. Nüüd ostis-müüs Birbas aktsiaid kuni 10 korda päevas ja lootis teenida 100 000 dollarit aastas. „Ma ei talu punast oma kasumi-kahjumi tabelis,“ tunnistas Streisand majandusajakirjale Fortune antud intervjuus. „Ma olen Sõnni tähtkujust börsipull, nii et ma reageerin punasele. Kui näen punast, müün oma aktsiad

kiiresti ära.“<sup>5</sup> Finantsveebilehed ja -telesaated muutsid börsi katkematuks rahvuslikuks videomänguks, paisates andmeid aktsiate kohta pidevalt baaridesse ja juuksurisalongidesse, köökidesse ja kohvikutesse, taksodesse ja veoautode peatustesse. Inimesed pidasid end turgude osas teadlikumaks kui eales varem. Kahjuks uppusid inimesed küll andmetesse, kuid tegelikke teadmisi polnud kellelgi. Aktsiaid ei seostatud enam neid väljastanud ettevõtetega – aktsiad olid ainult sümbolid, tulukesed televiisori või arvuti ekraanil. Kui tulukene liikus ülespoole, oli kõik muu ebaoluline.

20. detsembril 1999 tuli Juno Online Service avalikkuse ette teedrajava äriplaaniga: kaotada sihilikult võimalikult palju raha. Juno teatas, et pakub oma jaateenuseid edaspidi tasuta – ilma meili- või netijuurdepääsu tasuta – ning kulutab järgmise aasta jooksul miljoneid dollareid reklaamile. Pärast firma harakiri väljakuulutamist sõostis Juno aktsia hind kahe päevaga 16,375 dollarilt 66,75 dollarile.<sup>6</sup>

Milleks uurida, kas ettevõtte on kasumlik, mis kaupu see toodab või mis teenuseid pakub? Polnud tarvis teada isegi ettevõtte nime. Vaja oli teada ainult selle börsitähist: CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN.<sup>7</sup> Seeläbi oli neid võimalik osta veelgi kiiremini, ilma selle tülika kahesekundilise viivitusega, mis kulunuks nende otsingumootorist järgi vaatamisele.

1998. aasta lõpus kasvas hoonete hooldustöödega tegeleva pisiettevõtte Temco Services harva kaubeldava aktsia hind kõigest mõne minutiga rekordmahuks pea kolmekordselt. Miks? Tuhandeid kauplejaid tabas nähtavasti kummaline finantsdüsleksia, mis pani neid ekslikult ostma Temco aktsiaid, ajades selle börsitähise, TMCO, segi tähisega TMCS, mis kuulus just tol päeval börsile jõudnud internetiettevõttele Ticketmaster Online.

Oscar Wilde naljatas kunagi, et küünik „teab kõige hinda, kuid mitte millegi väärtust“. Selle definitsiooni järgi on aktsiaturg alati küüniline, kuid hilistel üheksakümnendatel oleks künismi

<sup>5</sup> Tähtkujude asemel oleks Streisand pidanud vaatama Grahami poole. Arukas investor ei loobu aktsiast kunagi vaid seetõttu, et selle turuhind on langenud. Esimesena tuleb alati hoopis küsida, kas ettevõtte äri väärtus on muutunud.

<sup>6</sup> Kõigest 12 kuud hiljem oli Juno aktsia hind kahanenud 1,093 dollarini.

<sup>7</sup> Börsitähis on ettevõtte nime 1-4 tähe pikkune lühend, mida kasutatakse kauplemisel aktsiate tuvastamiseks.



ulatus börsil isegi Wilde'i šokeerinud. Üksainus pooleldi läbimõeldud arvamus mõne aktsia hinna kohta võis seda kahekordistada, olenemata ettevõtte tegelikust väärtusest. 1998. aasta lõpus hoiatas CIBC Oppenheimeri analüütik Henry Blodget: „Nagu kehtib kõigi internetifirmade aktsiate puhul, on tegeliku väärtuse hindamine selgelt pigem kunst kui teadus.“ Viidates seejärel vaid tulevase kasvu võimalusele, tõstis ta Amazon.com-i hinnasihi ühe hooga 150 dollarilt 400 dollarile.

Amazon.com-i börsihind tõusis sel päeval 19% ja sõstis 400 dollari piirist mööda kõigest kolme nädalaga (hoolimata Blodgeti protestist, et tema hinnasiht oli seatud vastavalt ühe aasta prognoosile). Aasta hiljem prognoosis PaineWebberi analüütik Walter Piecyk, et Qualcommi aktsia jõuab tasemele 1000 dollarit osaku kohta kõigest 12 kuuga. Väärtpaber, mis oli tollel aastal kerkinud juba 1842%, tõusis samal päeval 31%, jõudes hinnani 659 dollarit osaku kohta.<sup>8</sup>

## MUDELITEST FIASKONI

Paaniline kauplemine ei ole aga ainus spekulatsioonivorm. Eelmise kümnendi jooksul tutvustati üha uusi investeerimismudeleid, mis üksteise järel said populaarseks ja visati siis kõrvale. Kõigil neil oli paar sarnast omadust – See on kiire! See on lihtne! See on valutu! – ning kõik mudelid rikkusid vähemalt üht Grahami investeerimise ja spekulatsioonivormi eristust. Toon välja mõned tollal moekad, ent nüüdseks läbi kukkunud mudelid.

• **Kalendri järgi väljumine.** Kaheksakümnendatel kirjeldasid mitmed akadeemilised artiklid ja menüükaardid raamatud õhinal nn jaanuari efekti, ehk väikeste aktsiate kommet aastavahetuse aegu jõuliselt kasvada. Need uuringud näitasid, et kui soetada ohtralt väikseid aktsiaid detsembri teises pooles ja hoida neid kuni jaanuarini, oli võimalik turgu edestada 5% kuni 10% ulatuses. Too mudel jahmatas mitmeid eksperte. Kui see oleks nii lihtne, siis oleks kõik inimesed sellega kursis ning sellega tegeleksid paljud, muutes meetodi ajapikku kasutuks. Mis oli jaanuari hinnahüppe põhjus? Esiteks müüvad paljud investorid oma kõige kehvemad

<sup>8</sup> 2000. ja 2001. aastal kaotasid Amazon.com ja Qualcomm kumulatiivselt kokku vastavalt 85,8% ja 71,3% oma turuväärtusest.

aktsiaid ära aasta lõpus, et fikseerida kaotused ning kahandada seeläbi oma maksukulusid. Teiseks muutuvad professionaalsed rahahaldurid aastavahetuse eel ettevaatlikumaks, püüdes säilitada oma häid tulemusi (või minimeerida halbu tulemusi). Seepärast on nad langeva hinnaga aktsia ostmise (või isegi hoidmise) suhtes tõrksad. Kui madala turuhinnaga aktsia on lisaks ka veel väike ja vähetuntud, soovivad rahahaldurid seda veel vähem oma aasta lõpu väärtpaberinimekirjas näidata.

Kõik need tegurid muudavad väiksed aktsiaid vaid ajutiselt headeks pakkumisteks – kui maksudega seotud müümine jaanuaris lõppeb, siis hüppab aktsiate hind tavaliselt taas üles ning pakub jõulist ja kiiret tootlust. Jaanuari efekt pole kadunud, kuid see on nõrgenenud. Rochesteri ülikooli rahanduse professori William Schwerti sõnul oleks te perioodil 1962-1979 ületanud turu keskmist 8,5%, perioodil 1980-1989 4,4% ja perioodil 1990-2001 5,8%.<sup>10</sup> Kui teadmine jaanuari efektist jõudis rohkemate inimesteni, leidis ka rohkem kauplejaid, kes asusid detsembris ostma väikseid aktsiaid, mistõttu nende hind polnud enam nõnda ahvatlev ning kauplejate tulu vähenes. Lisaks on jaanuari efekt suurim just kõige pisemate aktsiate hulgas – maakleritasude juhtiva asjatundja Plexus Groupi hinnangul võivad taoliste aktsiate ostmise ja müümise kogutasud ulatuda kuni 8% investeeringust.<sup>11</sup> Paraku tuleb kogu jaanuari efektiga teenitud tulu seega maaklerile ära anda.

• **Tehke lihtsalt seda, „mis toimib“.** 1996. aastal avaldas vähetuntud rahahaldur nimega James O'Shaughnessy raamatu peakirjaga „What Works on Wall Street“ („Mis toimib Wall Streetil“), milles ta leidis, et „investoritel on võimalik saada turu keskmisest palju paremaid tulemusi“. O'Shaughnessy esitas rabava väite: aastatel 1954-1994 oleks teil olnud võimalik muuta 10 000 dollarit 8 074 504 dollariks, edestades turgu rohkem kui kümnekordselt, ehk saavutades vapustava 18,2-protsendise aastatootluse. Kuidas? Ostes kokku 50 aktsiat, millel on olnud

<sup>10</sup> Schwert kirjutab neist avastustest suurepärases uurimistöös „Anomalies and Market Efficiency“, mis on saadaval aadressil <http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm>.

<sup>11</sup> Lugege Plexus Group 1998. aasta jaanuaris avaldatud kommentaari 54, „The Official Icebergs of Transaction Costs“, aadressil [www.plexusgroup.com/fs\\_research.html](http://www.plexusgroup.com/fs_research.html)

suurim aastane kasv, mille kasumid on tõusnud viis aastat järjest ning mille börsihind on enam kui 1,5 korda väiksem kui vastava ettevõtte tulud.<sup>12</sup>

Toimides justkui Wall Streeti Edison, registreeris O'Shaughnessy oma „automatiseeritud strateegiad“ USA patendiga nr 5 978 778 ning asutas neljast investeerimisfondist koosneva grupi, mis tegutses avastusi järgides. 1999. aasta lõpuks olid fondid ahminud endasse rohkem kui 175 miljonit dollarit üldsuse raha. Iga-aastases osanikele saadetud kirjas teatas O'Shaughnessy suurejooneliselt: „Loodan, nagu alati, et me suudame koos jõuda oma pikaajaliste eesmärkideni, püsites samal kursil ja jäädes truuks oma järeleproovitud investeerimisstrateegiatele.“ Ent see, „mis toimib Wall Streetil“, lõpetas toimimise kohe peale O'Shaughnessy raamatu ilmumist. Nagu tabelilt 1-2 näha, langesid kaks tema fondi nii valusalt, et need peatasid 2000. aasta alguses tegevuse. Samuti suutis üldine aktsiabörs lüüa O'Shaughnessy fondide tulemusi peaaegu katkematult ligi neli aastat järjest. Sama aasta juunis liikus O'Shaughnessy lähemale omaenda „pikaajaliste eesmärkide“ täitmisele, andes fondid üle uuele haldurile ning jättes kliendid „läbiproovitud investeerimisstrateegiatega“ omapäi.<sup>13</sup> O'Shaughnessy osanikud oleks olnud ehk vähem ärritunud, kui ta oleks andnud oma raamatule täpsema pealkirja, näiteks „Mis toimis Wall Streetil... enne kui ma selle raamatu kirjutasin“.

• **Järgige „Rumalat nelikut“.** Üheksakümnendate keskel propageerisid veebileht Motley Fool ja mitmed raamatud katkematult meetodit nimega „The Foolish Four“ („Rumal nelik“). Motley Fooli sõnul oleksite te „viimase 25 aasta turu keskmistele tuule alla teinud“ ja „investeerimisfondid alistanud“, kulutades investeringute kavandamisele vaid „15 minutit aastas“. Mis kõige parem: selle meetodiga kaasnes ainult „minimaalne risk“. Tarvis oli teha vaid nii:

<sup>12</sup> O'Shaughnessy, James 1996. *What Works on Wall Street*. McGraw-Hill. Lk 273-295.

<sup>13</sup> Iroonilisel kombel hakkas kahel järelejäänud O'Shaughnessy fondil (mis kannavad nüüd nime Hennessy fondid) üsna hästi minema just siis, kui O'Shaughnessy teatas, et annab fondide haldamise üle teisele firmale. Fondide osanikud oli marus. Veebilehe Morningstar jututoas kirjutas üks osanikest vihaselt „„Pikaajaline“ [investeering] kestab O'S-i meelest nähtavasti 3 aastat. .... Mõistan teie valu. Mina uskusin ka O'S-i meetodisse. ... Rääkisin sellest fondist paljudele sõpradele ja sugulastele ning mul on nüüd hea meel, et nad minu nõuannet kuulda ei võtnud.“

1. valige Dow Jonesi tööstuskeskmise nimekirjast viis madalaima hinnaga ja kõrgeima dividenditootlusega aktsiat,
2. eemaldage madalaima hinnaga aktsia,
3. paigutage 40% oma rahast hinna poolest teisel kohal olevasse aktsiasse,
4. paigutage 60% rahast võrdselt kolme ülejäänusse aktsiasse,
5. aasta hiljem valige Dow Jonesi indeksist sama põhimõtte järgi uued aktsiad ja toimige uuesti samamoodi,
6. korrake, kuni jõukus on käes.

25-aastase perioodi vältel pidi see meetod Motley Fooli väitel edestama turgu aastast muljetavaldava 10,1% võrra. Veebilehe autorid lubasid, et sel viisil investeeritud 20 000 dollarist saab kahe kümnendi jooksul 1 791 000 dollarit. Lisaks oli nende sõnul võimalik saavutada isegi rohkem edu, valides Dow Jonesi indeksi nimekirjast välja viis suurima dividenditootluse ja aktsiahinna ruutjuure jagatisega aktsiat, jättes kõrvale parima tulemuse saanu ning ostes järgmised neli.

Vaatame, kas see „strateegia“ vastab Grahami investeerimise määratlusele.

- Milline „põhjalik analüüs“ suudaks õigustada kõige ligitõmbavama hinna ja dividendidega aktsia kõrvalejätmist ning hoopis selliste aktsiate eelistamist, millel needsamad soovitud omadused on kehvemad?
- Kuidas saaks „minimaalseks riskiks“ pidada seda, kui 40% rahast pannakse ühte aktsiasse?
- Kuidas saaks kõigest neljast aktsiast koosnevat portfelli pidada piisavaks hajutamiseks, millega kaitsta põhisummat?

Kokkuvõttes oli „The Foolish Four“ seega kõige jaburam aktsiate valimise mudel, mis iial loodud. Nelikuga tehti sama viga, mille tõttu eksis ka O'Shaughnessy: kui vaadata suurt andmehulka piisavalt kaua, tulevad ühtäkki esile tohutud (juhuslikud) mustrid. Pelgalt juhuse läbi on keskmisest parema tootlusega ettevõtete aktsiatel palju sarnasusi, kuid kui needsamad ühised tegurid ei aita aktsiatel paremaid tulemusi saavutada, ei saa neid ka tulevase tootluse ennustamiseks kasutada.

Nipid, mille Motley Fool trummipõrina saatel „avastas“ – parima tulemusega aktsiast loobumine, teisel kohal oleva aktsia osakaalu kahekordistamine, dividenditootluse jagamine aktsiahinna ruutjuurega – ei paranda ega seleta väärtpaberi edasist käekäiku. Ajakiri *Money Magazine* avastas, et portfell, mis koosnenuks ainult aktsiatest, mille nimes tähed ei kordu, oleks saavutanud umbes sama tootluse kui „The Foolish Four“. Ka põhjus oleks olnud sama – pelk juhus.<sup>14</sup> Nagu Graham meile pidevalt meenutab: aktsiate hea või halb tootlus tulevikus sõltub ainult sellest, kas ettevõttel läheb hästi või halvasti ning ei millestki muust. Õige pea alistaski „The Foolish Four“ turu asemel need tuhanded inimesed, kes olid pidanud seda investeerimise viisiks. Juba 2000. aastal kaotasid „rumala neliku“ aktsiad – Caterpillar, Eastman Kodak, SBC ja General Motors – 14% oma börsihinnast, sellal kui Dow Jonesi indeksi langes ainult 4,7%.

Need näited demonstreerivad hästi, et ainult ühed asjad ei koge Wall Streetil kunagi karuturgu: ulmelised ideed. Kõik nood niinimetatud investeerimismeetodid rikkusid Grahami seadust. Kõik šabloonsed mudelid kõrgema aktsiatulu teenimiseks on ennasthävivad protsessid, mis sarnanevad kahanevate tulude seadusega. Tootluse kadumisel on kaks põhjust. Kui mudel rajaneb statistilisel juhusel (nagu „The Foolish Four“), siis ilmneb selle ebaloomilisus lihtsalt aja möödudes. Kui meetod aga tõepoolest kunagi toimis (nagu jaanuari efekt), siis muudavad asjatundjad mudeli avalikustamisega selle edasise rakendamise vähetulusaks või mõttetuks.

Kirjeldatu toetab Grahami hoiatust, et spekulatsioonil tuleb käituda nagu kogenud hasartmängur kasiinos.

- Ärge petke ennast kunagi mõttega, et investeerite, kui tegelikult spekulereite.
- Spekulatsioon muutub üliohtlikuks, kui hakkate seda tõsiselt võtma.
- Panustatavale summale tuleb panna ranged piirid.

<sup>14</sup> Vt Zweig, Jason 1999. *False profits*. Money, august. Lk 55-57. Põhjaliku arutluse „The Foolish Fouri“ kohta leiate aadressil [www.investorhome.com/fool.htm](http://www.investorhome.com/fool.htm)

Nii nagu kaine mõistusega hasartmängur võtab kasiinosse kaasa 100 dollarit ning jätab omaülejäanud raha hotellitoa seifi, peaks ka arukas investor pisikese „hullu raha“ osa oma portfelist eraldama. Enamiku inimeste jaoks on 10% kapitalist maksimaalne lubatav summa, mida kasutada spekulatiivse riskiga. Ärge segage spekulatiivsel kontol olevat raha *kunagi* investeerimiskontol oleva rahaga. Ärge laske spekulatiivsel mõtlemisel *kunagi* imbuda oma investeerimistegevusse. Ning mis ka ei juhtuks, ärge pange *kunagi* rohkem kui 10% oma kapitalist „hullu raha“ kontole.

Olgu see hea või halb, aga õnnemänguinstinkt on inimloomuse osa – seepärast on enamikul inimestel asjatu isegi üritada seda alla suruda. Ent instinkti tuleb piirata ja ohjeldada. See on parim viis tagamaks, et te ei aja spekulatsioonist kunagi investimisega segi.

## ÜHETEISTKÜMNES PEATÜKK

### *Väärtpaberianalüüs tavainvestorile: üldine meetod*

Finantsanalüüs on tänapäeval hinnatud ning jõudsalt kasvav kutseala (või ehk töövaldkond). Erinevatel analüütikute ühingutel – mis omakorda kuuluvad koondorganisatsiooni National Federation of Financial Analysts (Finantsanalüütikute riiklik ühendus) – on kokku üle 13 000 liikme, kellest enamik teenivadki leiba vaid selle vaimse tööga. Finantsanalüütikutel on oma õpikud, eetikakoodeks ning igas kvartalis ilmuv ajakiri.\* Lisaks on neil ka küllaltki palju lahendamata probleeme. Viimastel aastatel on levinud trend kasutada termini „väärtpaberianalüüs” asemel terminit „finantsanalüüs”. „Finantsanalüüsil” on aga laiem tähendusväli ja see seostub paremini Wall Streeti vanemanalüütikute tööga. Väärtpaberianalüüsist tasub mõelda pigem kui tegevusest, mis piirdub aktsiate ja võlakirjade uurimise ning hindamisega, samas kui finantsanalüüs hõlmab nii seda valdkonda kui ka investeerimispoliitikat (portfelli koostamist) ja rohkelt üldist majandusanalüüsi. Selles peatükis kasutame vastavalt kontekstile üht või teist nimetust ning keskendume tavalise väärtpaberianalüütiku tööle.

Väärtpaberianalüütik uurib väärtpaberi minevikku, olevikku ja tulevikku. Ta kirjeldab ettevõtte äritegevust, teeb kokkuvõtte selle tulemustest ja rahalisest olukorrast, toob välja selle tugevad ja nõrgad küljed ning võimalused ja riskid, arvutab mitmesuguste eelduste või ennustuste järgi välja firma kasumivõimekuse tulevikus. Ta võrdleb põhjalikult erinevaid ettevõtteid või sama ettevõtet selle tegutsemisaja erinevate perioodide jooksul. Viimaks avaldab ta arvamuse väärtpaberi riskitaseme kohta, kui tegemist on võlakirja või eelisaktsiaga, või selle atraktiivsuse kohta, kui tegemist on lihtaktsiaga.

Kõige selle tegemiseks rakendab väärtpaberianalüütik mitmeid erinevaid tehnikaid, mis ulatuvad elementaarsetest ülikeerulisteneni. Ta võib märgatavalt muuta äriühingu aastaaruannetes olevaid arve, isegi kui need kannavad atesteeritud audiitori püha allkirja. Eriti tähelepanelikult otsib ta neis aruannetes numbreid, mis on tegelikkusest tunduvalt suuremad või väiksemad.

Väärtpaberianalüütik töötab välja ja rakendab riskitaseme mõõtkavasid, mille abil saame

*\* National Federation of Financial Analysts kannab nüüd nime Association for Investment Management and Research. Selle väljaannet Financial Analysts Journal avaldatakse nüüd igal teisel kuul.*

järeldada, kas võlakirja või eelisaktsiat võib pidada piisavalt kindlaks, et sellesse investeerida. Need standardid on peamiselt seotud ettevõtte varasema käibega, kuid võtavad arvesse ka kapitali struktuuri, käibekapitali, varade väärtuse ja muud tegurid.

Varasematel aegadel rakendas väärtpaberianalüütik lihtaktsiate väärtuse kindlaksmääramisel harva sama põhjalikke standardeid kui võlakirjade ja eelisaktsiate riskitaseme hindamisel. Enamasti piirdus ta varasema tootluse ülevaate, edasiste tulemuste enam-vähem üldise prognoosi (pannes kõige rohkem rõhku järgmisele 12 kuule) ja meelevaldse järeldusega. Järelduse koostamisel hoidis ta (ja hoitakse siiani) silma peal ka aktsia börsinumbrate liikumisel ning turunäitajatel. Viimastel aastatel on analüütikud pööranud aga rohkelt tähelepanu kasvuaktsiate väärtuse hindamise probleemile. Paljude taoliste aktsiate müügihind oli varasema ja käimasoleva käibega võrreldes sedavõrd kõrge, et neid soovitavad analüütikud tundsid kohustust õigustada nende ostu üsna kaugele tulevikku ulatuvate ja üsna kindlapiiriliste käibeprognoosidega. Aegajalt olid analüütikud sunnitud kasutama oma hinnangute põhjendamiseks üpris keerulisi matemaatilisi meetodeid. Neid meetodeid käsitleme lühidalt veidi hiljem. Siinkohal peame aga välja tooma murettekitava paradoksi: matemaatilised hindamised on nüüdseks levinud just neisse valdkondadesse, kus need on kõige ebausaldusväärsemad. Mida rohkem sõltub hindamine tulevikuprognoosidest ja mida vähem varasematest tulemustest, seda suurem on väärvutuse või tõsise eksimuse oht. Suur osa kõrge kasumikordajaga kasvuaktsia arvutatud väärtusest põhineb tulevikuprognoosidel, mis erinevad aga märkimisväärselt senistest tulemustest (kui ehk kasvumäär välja arvata). Seetõttu võib öelda, et väärtpaberianalüütikud kasutavad matemaatikat ja “teaduslikku” lähenemist kõige enam just neis olukordades, kus täpsust on kõige raskem saavutada.\*

*\* Mida suurem on prognoositav kasvumäär ja mida pikem prognoositav periood, seda tundlikum on prognoos vähimagi vea suhtes. Kui hindate näiteks, et ettevõtte, mis teenib 1 dollari kasumit iga aktsia kohta, suudab kasvatada kasumeid järgmise 15 aasta jooksul 15% aastas, siis oleks kasum lõpuks tasemel 8,14 dollarit. Kui turg määraks ettevõtte väärtuseks 35-kordse kasumi, siis oleks aktsia hind perioodi lõpuks ligikaudu 285 dollarit. Ent kui kasumid kasvavad 15% asemel hoopis 14%, siis teeniks ettevõtte perioodi lõpus 7,14% kasumit ning langusest šokeeritud investorid ei oleks enam nõus maksta 35-kordse hinna-kasumi suhte eest. Juhul, kui hind oleks kasumist 20 korda kõrgem, oleks ühe aktsia hind 140 dollarit ehk rohkem kui poole võrra madalam. Kõrgem matemaatika võib jätta mulje, et olemuselt*



Jätkame sellegipoollest oma arutelu väärtpäberianalüüsi tähtsamate elementide ja meetodite kohta. Siinne äärmiselt lühendatud ülevaade on mõeldud tavainvestorile, kes võiks vähemalt mõista analüütiku jutu sisu ja mõtet. Lisaks võiks ta võimaluste piires osata eristada pealiskaudset ja põhjalikku analüüsi.

Tavainvestori väärtpäberianalüüsi esimene samm on ettevõtte majandusaasta aruande tõlgendamine. Seda teemat oleme selgitanud eraldi raamatus pealkirjaga „The Interpretation of Financial Statements”. Me ei pea vajalikuks sama rada uuesti läbi käia, eriti kuna siinse raamatu peamine rõhk lasub pigem põhimõtetel ja hoiakutel, mitte niivõrd informatsioonil ja kirjeldamisel. Liigume edasi hoopis investeringute valimise kahele tuumküsimusele. Mis on äriühingu võlakirja või eelisaktsia riskitaseme hindamise põhilised näitajad? Milliste teguritega tuleks arvestada lihtaktsia väärtuse hindamisel?

### **Võlakirjade analüüs**

Kõige usaldusväärsem ja seega kõige tunnustatum väärtpäberianalüüsi haru tegeleb võlakirjade ja eelisaktsiate riskitaseme, ehk kvaliteedi hindamisega. Ettevõtte võlakirjade puhul loetakse peamiseks kriteeriumiks seda, mitu korda on intressimakseid eelmistel aastatel tasutud saadaoleva kasumi arvelt. Eelisaktsiate puhul on oluline see, kui mitu korda on samal moel makstud võlakirjaintresse ja eelisdividende.

Täpsed standardid, mida rakendatakse, on erinevate asjatundjate puhul erinevad. Kuna valitud näitajad on tegelikult ainult kokkuleppelised, siis ei ole võimalik leida ka kõige sobivamat kriteeriumit. Öpiku „Security Analysis” 1961. aasta trükis pakkusime me välja kindlad kattevara

*ebakindlad tuleviku prognoosimise meetodid on täpsemad kui need tegelikult on, seepärast peab investor olema väga skeptiline kõigi suhtes, kes väidavad, et nende käsutuses on keeruline matemaatiline lahendus põhilistele finantsprobleemidele. Nagu sõnastas Graham: “Oma 44 õpingu- ja tööaasta jooksul Wall Streetil ei ole ma kordagi kohanud usaldusväärseid arvutusi lihtaktsiate väärtuse või muu investeerimispoliitika kohta, mis oleks läinud kaugemale lihtsalt aritmeetikast või kõige tavalisemast algebrast. Alati, kui appi võetakse keerulisemad arvutused või kõrgem algebra, võib seda pidada hoiatussignaalsiks, et maakler üritab oma kogenematust korvata teooriaga ja anda spekulatsioonile investeerimise petlikku kattevarju.” (Vt lk 570)*

normid, mis on näidatud tabelis 11-1.<sup>†</sup> Meie põhinäitaja võtab arvesse vaid mõneaastase perioodi *keskmised* tulemused. Teised asjatundjad panevad rõhku ka uuritavate aastate *minimaalsele* kattevarale. Seitsme aasta keskmise tulemuse asemel võib meie hinnangul kasutada ka nn vaeseima aasta näitajat – eeldusel, et võlakiri või eelisaktsia vastab vähemalt ühele tabelis esitatud kriteeriumitest.

Võib väita, et 1961. aastal alanud võlakirjade intressimäärade suur kasv õigustab nõutava kattevara mõningast vähendamist. Mõistagi oleks näiteks tööstusettevõttel tunduvalt raskem näidata ette seitsmekordset intressimaksete kattevara 8% intressi korral kui 4,5% intressi korral. Taolise muutunud olukorraga kohanemiseks pakume me välja teistsuguse tingimuse, mis on seotud võla *põhisummalt* teenitava protsendiga. Tööstusettevõtte puhul on see arv enne maksude tasumist umbes 33%, kommunaalteenust osutava äriühingu puhul 20% ja raudtee-ettevõtte puhul 25%. Siinkohal tuleks mees pidada, et enamik ettevõtteid maksab koguvõlalt tunduvalt madalamat intressi kui praeguste arvandmete näidatav 8%, sest vanemate võlakirjade kupongimaksed on märksa väiksemad. „Vaeseima aasta” näitaja võib arvestada seitsme aasta keskmise neljanda või viienda aasta järgi.

Lisaks kasumi-kattevara näitajale kasutatakse üldiselt ka mitmeid muid, näiteks:

1. *Ettevõtte suurus*. Ettevõtte suuruse (vastavalt sellele, kas tegemist on tööstus-, kommunaalteenuste või raudtee-ettevõttega) ja omavalitsuse rahvaarvu kohta on olemas miinimumstandard.
2. *Aksia- ja omakapitali suhe*. See on suhe lihtaktsia turuhinna ning koguvõla nimiväärtuse või

<sup>†</sup> 1972. aastal polnud äriühingute võlakirjadesse investeerijal muud valikut, kui ise oma portfelli koostada.

Tänapäeval investeerib taolistesse võlakirjadesse ligi 500 fondi, pakkudes investoritele mugavat ja korralikult hajutatud väärtpaberite komplekti. Kuna hajutatud võlakirjaportfelli ise loomine pole võimalik, kui teil pole just vähemalt 100 000 dollarit, on tavalise aruka investori jaoks otstarbekas osta madala tasuga võlakirjafondi osakuid ja jätta krediidiuuringute vaevaline töö fondi haldajatele. Võlakirjafondide kohta leiate rohkem teavet neljanda peatüki kommentaarist.

võlakohustuste ja eelisaktsia koondväärtuse vahel. See näitab ligikaudselt, kui suur on lihtaktsia pakutav kaitse või „puhver”, mis võtab alati esimesena enda kanda kõik negatiivsed muutused. See tegur näitab ka börsi hinnangut ettevõtte tulevikuväljavaadete kohta.

3. *Varade väärtus.* Varade hinnangulist või bilansis toodud väärtust peeti varem võlakirja peamiseks kaitseks riskide vastu. Kogemus on aga näidanud, et enamikul juhtudel pakub kaitset hoopis kasumivõimekus. Kui kasumivõimekus on ebapiisav, siis kaotavad varad suurema osa oma väidetavast väärtusest. Sellegipoolest on varade väärtus jätkuvalt oluline näitaja kolme tüüpi ettevõtete võlakirjade ja eelisaktsiate riskipuhvri hindamisel: kommunaalteenuste pakkujad (sest intressimäärad võivad sõltuda suuresti varadesse suunatud investeeringutest), kinnisvarakontsernid ning investeerimisfirmad.

Tähelepanelik investor küsib nüüd kindlasti: „Kui usaldusväärsed on riski hindamise näitajad, mis põhinevad varasematel ja praegustel tulemustel, arvestades, et intressimaksed ja põhisumma tagasimakse sõltuvad sellest, mis juhtub tulevikus?” Tollele küsimusele saab vastata vaid kogemuste põhjal. Investeerimise ajalugu näitab, et võlakirjad ja eelisaktsiad, mis on varem ohtrate riskide kiuste vastu pidanud, on väga tihti edukad ka tulevikus. Eriti selgelt on see ilmnunud raudtee-ettevõtete võlakirjade laias valdkonnas, mida on kimbutanud sagedased pankrotid ja kahjumid. Pea kõik raskustesse sattunud ettevõtted olid väljastanud juba liiga palju võlakirju ning neil polnud ka keskpärase majandusliku edukuse aegadel piisavalt kattevara fikseeritud võlakohustuste täitmiseks. Seepärast oleks iga põhjaliku kvaliteedianalüüsi läbi viinud investor nende ettevõtete võlakirju vältinud. Teisalt on peaaegu kõik need raudtee-ettevõtted, mille puhul samad näitajad on olnud korralikud, suutnud sarnaseid finantsäpardusi aga vältida. Meie arvamust toetab tugevalt ka neljakümnnendatel ja viiekümnnendatel aastatel saneeritud raudteefirmade finantsminevik. Kõik peale ühe alustasid tegevust fikseeritud võlakohustustega, mis olid kahandatud tasemeni, mille puhul fikseeritud intressimäära kattevara oli suur või vähemalt piisav. Ainus erand oli New Haven Railroad, mis saneerimise aastal, 1947, suutis oma uued võlakohustused tuludega katta vaid umbes 11 korral. Selle tagajärjel asuti New Haven Railroadi 1961. aastal (juba kolmandat korda) taas saneerima, samas kui teistel raudteedel õnnestus üsna raskete aegade jooksul maksejõulisust hoida.

Seitsmeteistkümnendas peatükis vaatame lähemalt Penn Central Railroadi pankrotti, mis raputas 1970. aastal finantsüldsust. Tolle juhtumi puhul oli ilmselge just tõik, et fikseeritud kohustuste kattevara ei suutnud konservatiivsetele standarditele vastata juba 1965. aastal. Seega oleks ettevaatlik võlakirjainvestor seda võlakirja vältinud või sellest ammu enne ettevõtte krahhi loobunud.

Meie tähelepanekud võimaluse kohta tulevase ohte varasemate tulemuste põhjal hinnata kehtivad isegi rohkem kommunaalteenuste pakkujate kohta. Just need ettevõtted moodustavad suure osa võlakirjaturust. Rohke kapitaliga kommunaalteenuste ettevõtete pankrotistumine on peaaegu võimatu. Finantsjärelvalveorgani Securities and Exchange Commission (SEC) loomisest\* ja enamiku valdusühingute laialisaatmisest alates on kommunaalteenuste ettevõtete finantsid olnud kindlad ja pankrotte pole esinenud. Elektri- ja gaasitarvete firmade finantsraskused kolmekümnendatel aastatel võis pea täielikult omistada pillavale rahakasutusele ja kehvale juhtimisele, mis jätsid silmnähtava jälje ettevõtete kapitalistruktuuri. Lihtne, ent põhjalik ohunäitajate hinnang oleks investori hiljem pankrotistunud võlakirjadest eemale peletanud.

Tööstusfirmade võlakirjade ajalugu on olnud teistsugune. Tervikuna on tööstussektori kasumite kasv olnud parem kui raudteede ja kommunaalteenuste pakkujate oma, ent eraldi ettevõtete ja erinevate ärisuundade seas on märgatav vähene stabiilsus. Seepärast on vähemalt varem olnud mõistlikum piirduda nende tööstusettevõtete võlakirjade ja eelisaktsiatega, millel on lisaks oma arvestatavale suurusele suutnud ka majanduslanguste ajal vastu pidada. 1950. aastast alates on makseraskustesse sattunud vaid vähesed võlakirju väljastanud tööstusettevõtted, kuid põhjus seisneb pigem tõsiste majanduslanguste puudumises tolle pika perioodi jooksul. 1966. aastast hakkas paljude tööstusettevõtete rahaline olukord aga halvenema. Ebamõistlike laienemiste tõttu tekkis firmadel tõsiseid raskusi. Ühest küljest kaasati laienemiseks ohtralt pangalaene ja väljastati pikaajalisi võlakirju, teisest küljest tõi see oodatud kasumite asemel kaasa hoopis tegevuskahjumi. 1971. aasta alguses leiti arvutustes, et viimase

*\* Pärast seda, kui investorid kaotasid 1929-1932 miljardeid dollareid hooletult loodud kommunaalteenuste ettevõtete aktsiatega, andis Ühendriikide Kongress SEC-le õiguse reguleerida taoliste firmade aktsiate emissioone 1935. aasta seaduse Public Utility Holding Company Act alusel.*

seitsme aasta jooksul oli ettevõtete (v.a. finantsteenuste pakkujate) intressimaksed tõusnud perioodi alguse 9,8 miljardilt dollarilt 26,1 miljardile dollarile ning et intressimaksetele kulus 1971. aastal tervelt 29% intressi- ja maksueelselt kasumist, samas kui 1963. aastal oli see arv pelgalt 16%.<sup>3</sup> Eraldi võttes on paljude firmade võlakoormus loomulikult veelgi rohkem kasvanud. Liiga palju võlakirju väljastanud ettevõtteid on näha kõikjal. Seepärast on põhjust korrata meie 1965. aasta trükis esitatud hoiatust:

*„Meil pole põhjust arvata, et praegused soodsad olud edaspidigi jätkuvad, järelikult ei tohiks ka investor sellele loota ega tööstus- või muu valdkonna äriühingute võlakirju leebemate standardite alusel valida.“*

### **Lihtaktsiate analüüs**

Ideaalkujul võimaldab lihtaktsia analüüs tuvastada aktsia väärtuse, mida saab võrrelda turuhinnaga, et määrata, kas antud väärtpaberi ost on põhjendatud. Taoline hinnanguline väärtus leitakse tavaliselt *järgmiste aastate* eeldatava keskmise kasumi korrutamisel sobiva „kapitalisatsiooniteguriga”.

Tänaseks tavalise edasise kasumlikkuse hindamise meetodi puhul vaadatakse esmalt varasemaid keskmiseid müügimahte, müügihindu ja tegevusmarginaale. Seejärel koostatakse mahtude eeldatavate muutuste ja varasema hinnataseme põhjal tulevase müügitulu prognoos. Need eeldused rajanevad omakorda üldistel majandusprognoosidel ja vastava tööstusharu või ettevõtte kohta tehtavatel eriarvutustel.

Näite selle hindamismeetodi kohta leiame käesoleva raamatu 1965. aasta trükist, võttes appi siin olevad kaasaegsemad andmed. Juhtiv investeerimisteabe firma Value Line koostab äsjakirjeldatud moel tulu- ja dividendiproгноosi ning arvutab välja „tõenäolise hinna” (ehk prognoositava turuväärtuse), hinnates iga aktsiat väärtusmudeli alusel, mis põhineb peamiselt varasematel suhtarvudel. Tabelis 11-2 on esitatud 1964. aasta juunis tehtud prognoosid perioodi 1967-1969 ning kõrvutatud need 1968. aasta tegelike tulude ja keskmiste turuhindadega.

Meie koondprognoosid on tegelikkusest ehk veidi madalamad, kuid mitte üleliia. Samal viisil tehtud prognoos, mille koostasime kuus aastat varem, oli tulude ja dividendide osas kokkuvõttes

liigagi optimistlik. Selle vea korvas aga madal kordaja, mis liigutas „tõenäolise hinna” 1963. aasta tegeliku keskmise hinnaga peaaegu samale tasemele.

Pöörame lugeja tähelepanu ka sellele, et üsna paljud üksikhinnangud jäid tegelikest tulemustest üpris kaugele. See toetab meie üldist seisukohta, et koond- või gruppide hinnangud on tõenäoliselt tunduvalt usaldusväärsemad kui eraldi ettevõtete põhjal koostatavad ennustused. Ideaalis võiks väärtpaberianalüütik valida välja kolm või neli ettevõtet, mille edasist tegevust ta kõige paremini tunneb, ning pühendama enda ja klientide tähelepanu just nende prognoosidele. Paraku on nähtavasti pea võimatu eristada usaldusväärseid üksikettevõtete prognoose ja neid, millel eksimise võimalus on suur. See ongi õigupoolest põhjus, miks investeerimisfondid oma oste rohkelt hajutavad. Kahtlemata oleks etem keskenduda ühele aktsiale, mille kõrges tootluses oled *veendunud*, kui teenida hajutamise pärast vaid keskpärast kasumit. Nii aga ei tehta, sest see pole *kindel*. Ulatusliku hajutamise lai levik on sisuliselt loobumine „selektiivsuse” fetišist, mida Wall Street katkematult ja silmakirjalikult reklaamib.\*

### **Kapitalisatsioonimäära mõjutavad tegurid**

Kuigi peamine väärtust mõjutav tegur peaks olema tulevane keskmine kasum, jälgib väärtpaberianalüütik ka mitmeid teisi (kindlameid ja ebakindlameid) tegureid. Enamik neist

*\* Lähiaastatel on enamik investeerimisfonde matkinud robotite kombel Standard & Poor's 500 aktsiaindeksit, et mitte indeksi tootlusest kõrvale kalduda. Vastutrendina on mõned fondid loonud niinimetatud „fokuseeritud” portfelle, kuhu kuulub 25-50 aktsiat, mida haldur kutsub oma „parimateks ideedeks”. See kutsub investorites esile mõtte, et kas sama halduri teised fondid sisaldavad siis tema halvimaid ideid. Kuna suurem osa neist „heade ideede” fondidest ei suuda keskmisi märkimisväärselt üle trumbata, tekib investoritel ka täiesti õigustatud küsimus, kas haldaja ideed üldse midagi väärt on. Vaieldamatult oskuslike investorite nagu Warren Buffett jaoks oleks ulatuslik hajutamine rumal, sest see lahustaks ära paari väga hea idee mõju. Tüüpilise fondihalduri või üksikinvestori jaoks on rumal aga **mitte** hajutada, sest on raske leida piiratud koguses aktsiaid, mis sisaldaks enim võitjaid ja jätaks välja võimalikult palju kaotajaid. Kui omate rohkem aktsiaid, kahaneb ühe kehva aktsia kahjulik mõju ja kasvab tõenäosus, et teile kuuluvad kõige edukamad aktsiad. Enamiku investorite jaoks on ideaalne valik kogu börsi hõlmav indeksfond, vähekulukas viis omada kõiki omamisväärsed aktsiaid.*

mõjutavad kapitalisatsioonimäära, mis võib vastavalt aktsia „kvaliteedile“ oluliselt muutuda. Järelikult võib kahel ettevõttel olla perioodil 1973-1975 küll samasugune eeldatav aktsiakasum, näiteks 4 dollarit, kuid analüütik võib sellegipoolest määrata ühe kapitalisatsioonimääraks kõigest 40 ja teise koguni 100. Vaatame korra lähemalt, missugused tegurid taolisi suuri erinevusi võivad põhjustada.

1. *Pikaajalised väljavaated.* Keegi ei tea, mis juhtub kauges tulevikus, kuid analüütikutel ja investoritel on tuleviku suhtes sellegipoolest kindlad veendumused. Need veendumused väljenduvad eri ettevõtete ja sektorite hinna-kasumi suhete (*P/E ratio*) suurtes erinevustes. Oma 1965. aasta trükis märkisime:

*1963. aasta lõpus oli Dow Jonesi indeksisse kuuluvate keemiafirmade hinna-kasumi suhe naftafirmade omast tunduvalt kõrgem, ehk börsi ootused keemiafirmadele olid kindlamad kui naftafirmadele. Turu taolised eelistused rajanevad sageli põhjalikul analüüsil, ent kui analüüs on koostatud varasemate tulemuste põhjal, on eksimise tõenäosus sama suur kui õigete numbrite tabamise tõenäosus.*

Tabelis 11-3 oleme esitanud Dow Jonesi keemia- ja naftafirmade aktsiate andmed 1963. aasta lõpu seisuga ja võrrelnud neid 1970. aasta lõpu kasuminumbritega. Tabelis on näha, et kõrgetest kordajatest hoolimata ei kasvanud keemiafirmade kasumid 1963. aastale järgnenud perioodil pea kordagi. Naftafirmad olid keemiaettevõtetest tunduvalt edukamad, hoides sealjuures meie analüüsi hinna-kasumi suhte järgi eeldatavat kasvutempot. Järelikult oli keemiafirmade näide üks nendest kordadest, mil turg hinna-kasumi suhte määramisel kokkuvõttes eksis.\*

\* *Grahami mõte kuuekümnendate aastate keemia- ja naftafirmade kohta kehtib pea igal ajaperioodil ja iga majandussektori puhul. Wall Streeti konsensuslik vaade mis tahes sektori tuleviku osas on tavaliselt kas liiga optimistlik või liiga pessimistlik. Hullempi veel, see konsensus on kõige innukam just siis, kui aktsiate hinnad on liiga kõrged, ning kõige süngem siis, kui hinnad on madalaimad. Kõige hiljutisem näide on seotud loomulikult tehnoloogia- ja telekomifirmade aktsiatega, mis jõudsid 1999. aasta lõpus ja 2000. alguses (kui nende tulevik tundus helgeim) rekordkõrgustele ja põrusid seejärel kogu 2002. aasta vältel. Ajalugu näitab, et Wall Streeti prognoosimise „eksperdid“ on ühtviisi oskamatud nii 1) üldise turu,*

2. *Juhtkond.* Wall Streetil räägitakse sel teemal palju ja pidevalt, kuid kasu on sellest vähe. Seni, kuni loodud ja rakendatud pole objektiivseid, mõõdetavaid ja piisavalt usaldusväärseid näitajaid, mille alusel juhtkonna pädevust hinnata, on tegemist üsna häguse teguriga. Pole vale eeldada, et erakordselt edukal ettevõttel on ka haruldaselt hea juhtkond. See on nähtav varasemates tulemustes ning väljendub taas järgmise viie aasta hinnangus ja äsja jutuks olnud pikaajalises väljavaates. Kalduvus pidada seda veel ka aktsia väärtust mõjutavaks teguriks võib hinnangutes põhjustada kulukaid liialdusi. Meie arvates on juhtkonnategur kõige kasulikem olukordades, kus aset on leidnud suur muutus, mis pole tegelikes numbrites veel väljendunud.

Kaks taolist olulist juhtumit on seotud Chrysler Motor Corporationiga. Esimene toimus ammusel, 1921. aastal, kui Walter Chrysler võttis üle hukule määratud ettevõtte Maxwell Motors, sellal kui mitmed teised autofirmad olid sunnitud tegevuse lõpetama. Teine toimus üsna hiljuti, 1962. aastal, mil Chrysleri aktsia hind oli langenud kaugele oma kunagisest kõrgtasemest ning oli nüüd müügil viimaste aastate madalaima hinnaga. Juhtimise võtsid üle tollased uued huvirühmad, mis olid seotud energiafirmaga Consolidation Coal. Kasumid kasvasid 1961. aasta tasemelt 1,24 dollarit aktsia kohta 1963. aasta tasemele 17 dollarit aktsia kohta. Aktsia hind kerkis 1962. aasta kesiselt 38,2 dollarilt juba järgmisel aastal ligi 200 dollarini.

3. *Finantsvõimekus ja kapitalistruktuur.* Ülemääraste rahaliste ressursside ja eelisaktsiateta ettevõtte lihtaktsia on (sama hinna puhul) selgelt parem ost kui taoline, mille kasumid aktsia kohta on sama kõrged, ent millel on suured pangalaenud ning mis on väljastanud eelisaktsiaid või võlakirju. Väärtpaberianalüütikud võtavad selliseid tegureid hoolega arvesse. Tagasihoidlik kogus võlakirju ja eelisaktsiaid pole lihtaktsionäri jaoks aga tingimata halb omadus; sama kehtib ka hooajaliste kulutuste katteks võetud mõõdukate pangalaenude kohta. Muuseas, võlarohke kapitalistruktuur – milles lihtaktsiatel on võlakirjade ja eelisaktsiatega võrreldes liiga väike osakaal – võib soodsates oludes tuua lihtaktsionärile palju spekulatiivset tulu. Seda tegurit nimetatakse „võimenduseks”.

2) majandussektorite, kui ka 3) kindlate aktsiate hindamisel. Nagu märgib Graham, pole tõenäoline, et ka üksikinvestor paremini toime tuleb. Arukas investor on edukas, kui ta teeb otsuseid, mis on sõltumatud kellegi teise (ja ka tema enda) prognooside täpsusest.



4. *Dividendimaksete ajalugu.* Üks kõige kõnekam aktsia kõrge kvaliteedi näitaja on aastatepikkune ja järjepidev dividendimaksete ajalugu. Leiame, et 20 või enama aastani ulatuvat pidevat dividendimaksete ajalugu võib pidada oluliseks plussiks ettevõtte kvaliteedihinnangus. Kaitsev investor võib piirdudagi just sellele tingimusele vastavate aktsiatega.

5. *Kehtiv dividendimäär.* Antud lisategurit on kõige raskem piisavas ulatuses uurida. Õnneks järgib enamik tänapäeva ettevõtteid kindlat dividendipoliitika tava. Selle kohaselt jaotatakse umbes kaks kolmandikku nende kasumist dividendidena aktsionäridele; praegusel perioodil on see osakaal olnud suurte kasumite ja inflatsiooni põhjustatud kapitalivajaduse tõttu aga enamasti väiksem. (1969. aastal oli dividendi osa kasumist Dow Jonesi tööstuskeskmise aktsiate puhul 59,5% ja kõigi Ameerika ettevõtete puhul 55%.)<sup>\*</sup> Kui dividendi ja kasumi suhe on normaalne, siis võib väärtuse hindamise aluseks võtta nii ühe kui teise, mõjutamata sellega lõpptulemust. Näiteks tavalise teise järgu ettevõtte puhul, mille eeldatav keskmine kasum on 3 dollarit ja eeldatav dividend on 2 dollarit, võib väärtust arvutada 12-kordse kasumi või 18-kordse dividendi järgi, saades mõlemal juhul vastuseks 36.

Samas loobub ühe enam kasvuettevõtteid aga senisest tavalisest poliitikast maksta dividendidena välja vähemalt 60% kasumist, leides, et aktsionäridele on kasulikum, kui kogu kasum suunatakse laienemisse. See tõik tekitab probleeme ning loob vajaduse täpsete eristuste järele. Oleme otsustanud lükata selle tähtsa teema – õige dividendipoliitika – üheksateistkümnendasse peatükki, kus räägime sellest üldise probleemi – juhtkonna ja aktsionäride suhte – osana.

<sup>\*</sup> See number, mida nimetatakse dividendide väljamaksmise määraks, on Grahami ajaga võrreldes märgatavalt langenud, sest USA maksuseadused on kahandanud investorite soovi dividende leida ja ettevõtete soovi neid maksta. 2002. aasta lõpus oli indeksi S&P 500 väljamaksmiste määr 34,1% ning alles hiljuti, 2000. aasta aprillis oli see 25,3-protsendises madalaimas punktis (vt [www.barra.com/research/fundamentals.asp](http://www.barra.com/research/fundamentals.asp)). Dividendipoliitikat arutame põhjalikumalt üheksateistkümnenda peatüki kommentaaris.

## Kasvuaktsiate kapitalisatsioonimäärad

Suurem osa väärtpaberianalüütikute ametlike hinnangute sisust keskendub kasvuaktsiate väärtusele. Oleme erinevate meetodite uurimise tulemusel loonud lühikese ja üsna lihtsa valemi kasvuaktsiate väärtuse hindamiseks. Selle ülesanne on jõuda ligikaudu samade arvudeni kui keerulisemad matemaatilised arvutused. Meie valem on:

$$\text{Väärtus} = \text{Praegune kasum} * (8,5 + \text{kahekordne eeldatav kasvumäär})$$

Valemis olev kasvuprotsent peab olema seitsme kuni kümne aasta eeldatav number. Tabelis 11-4 on näha meie valemi toimimine erinevate oodatavate kasvumäärade puhul. Lihtne on teha ka vastupidine arvutus ja leida praeguse turuhinna eeldatav kasvumäär, eeldusel, et meie valem on õige.

Oma eelmises trükis tegime selle arvutuse Dow Jonesi indeksi ja kolme olulisema aktsia kohta. Need arvud on toodud tabelis 11-5. Tõlga kommenteerisime seda nii:

*Erinevus Xeroxi märkimisväärses 32,4% suuruse aastase kasvu ja General Motorsi erakordselt tagasihoidliku 2,8% vahel on jahmatav. Osaliselt on see seotud börsi arvamusel, et General Motorsi 1963. aasta kasumit – kõigi ettevõtete ajaloo suurimat – on raske edaspidi korrata ja võimatu enam kui tagasihoidlikult ületada. Samal ajal esindas Xeroxi hinna-kasumi suhe aga küllaltki selgelt sellist spekulatiivset entusiasmi, mis haakub suurte saavutuste ja ehk veel parema tulevikuga ettevõtete külge.*

*Dow Jonesi indeksi prognoositav kasvumäär oli 5,1%, kuid tegelik aastane kasv oli perioodidel 1951-1953 ja 1961-1963 summeeritult 3,4%.*

Oleksime pidanud lisama järgmise hoiatuse: prognoositava tugeva kasvuga aktsiate hinnatud väärtused peaksid kindlasti olema madalapoolsed, kui me eeldame nende kasvumäära realiseerumist. Valemit vaadates oleks näiteks *katkematu* 8% või suurema kasvumääraga ettevõtte väärtus tegelikult lõputu ning ükski ostuhind poleks liiga kõrge. Taolistel juhtudel lisab hindaja arvutustesse *ohutusvaru* – just nagu insener ehitise kavandamisel. Sel moel täidavad tema ostud oodatava ülesande (1963. aastal oli sihiks iga-aastane üldine 7,5% tootlus), isegi kui tegelik kasvumäär osutub tunduvalt madalamaks kui valemiga prognoositud. Kui kasvuootused

aga tõeks saavad, siis saab investor nautida kena lisatulu. Tegelikult pole olemas ühtegi viisi jõulise kasvuga ettevõtte (vähemalt umbes 8% aastatootlusega) hindamiseks, mis võimaldaks analüütikul teha realistlikke eeldusi kehtiva hinna-kasumi suhte ja tulevaste kasumikordajate kohta.

Xeroxi ja IBMi tegelik kasv oli juhtumisi väga lähedal meie valemist lähtuvatele kõrgetele määradele. Nagu äsja selgitasime, tõi nende edu vältimatult kaasa mõlema aktsia hinna järsu tõusu. Ka Dow Jonesi indeksi kasv oli pea sama suur kui 1963. aasta sulgemishinna järgi prognoositud. Ent tagasihoidlik 5% kasvumäär ei hõlmanud Xeroxi ja IBMi matemaatilist probleemi. Selgus, et kuni 1970. aastani kestnud 23% hinnatõus ja 28% kogutulu dividendidelt andsid aastatootluseks arvu, mis polnud kuigi kaugel meie valemi esitatud 7,5 protsendist. Ülejäänud nelja ettevõtte kohta võib lihtsalt öelda, et nende kasv ei olnud võrdne 1963. aasta hinna järgi tehtud prognoosiga ning nende aktsiad ei suutnud Dow Jonesi indeksi tõusuga sammu pidada. *Hoiatus*: siinne materjal on vaid illustratiivne ning see on toodud ainult väärtpaberianalüüsi vältimatu vajaduse pärast prognoosida enamiku uuritavate ettevõtete tulevast kasvumäära. Lugeja ei tohiks arvata, et taolised prognoosid on kindlad või et tulevased hinnad käituvad ennustuste tegelikuks saamisega ühes taktis.

Rõhutame, et mis tahes „teaduslik” või vähemalt usaldusväärne aktsia väärtuse hinnang, mis põhineb oodatavatel tulemustel, peab arvesse võtma ka tulevase intressimäärasid. Oodatavate kasumite ja dividendide prognoos mängib kõrgema intressiga võlastruktuuri korral väiksemat rolli kui madalama intressiga struktuuri korral.\* Taolisi oletusi on aga alati raske usaldusväärsel moel koostada. Lisaks muudavad pikaajaliste intressimäärade hiljutised karmid kõikumised sedalaadi prognoosid üsna ennatlikeks. Seepärast oleme jäänud truuks oma eespool toodud valemile – ükski uus valem pole lihtsalt suutnud rohkem usaldust äratada.

*\* Miks nii? Nn 72 reegli järgi kahekordistub rahasumma 10% intressi puhul juba ligi seitsme aastaga, samas kui 7% puhul võtab see aega 10 aastat. Kui intressimäärad on kõrged, siis võib teatud summa saavutamiseks praegu kõrvale pandava raha hulk olla väiksem – kõrged määrad aitavad rahal kiiremini kasvada. Seega vähendab tänane intressimäärade tõus tulevaste kasumite ja dividendide väärtust, sest võlakirjadesse investeerimine on muutunud atraktiivsemaks.*

## Majandussektori analüüs

Kuna märkimisväärse osa börsihinnast moodustavad ettevõtte üldised väljavaated, on tavaline, et väärtpaberianalüütik pöörab palju tähelepanu tegevusharu positsioonile majanduses ja uuritava ettevõtte enda positsioonile tegevusharus. Sedalaadi uuringud võivad laskuda lõpututesse üksikasjadesse. Mõnikord pakuvad need kasulikke teadmisi tegurite kohta, mis võivad asuda ettevõtet tulevikus mõjutama või millega pole turul seni arvestatud. Kui taolisi järeldusi on võimalik teha piisava kindlusega, siis võib nende põhjal teha ka investeerimisotsuseid.

Paraku sunnib meie enda kogemus paljude investoritele kättesaadavate majandussektori analüüside praktilist väärtust mõnevõrra kahandama. Saadav materjal on avalikkusele tavaliselt juba teada ning on börsihindu seega juba tugevalt mõjutanud. Harvad on sellised maaklerifirmade uuringud, mis tõestavad veenvate faktide varal, et populaarne majandussektor on langemas või et mõni ebapopulaarne tegevusharu on tõusmas. Wall Streeti kaugemasse tulevikku ulatuvad vaated on tihti vigased ning see puudutab mõistagi ka uuringuid, mis on seotud erinevate majandussektorite kasumite prognoosimisega. Peame aga tunnistama, et tehnoloogia viimaste aastate järsk ja ulatuslik kasv on mõjutanud ka väärtpaberianalüütikute suhtumist ja tööd. Tüüpilise ettevõtte areng või taandareng võib senisest enam sõltuda selle seotusest uute toodete ja protsessidega, mida analüütikul võib olla võimalik varaselt uurida ja hinnata. Analüütiku töös on seega avanenud paljutõotav võimalus saavutada tõhusaid tulemusi väljasõitude, spetsialistidega kohtumise ja iseseisva tehnoloogilise uurimise abil. Teisalt on ohtlik teha investeerimisotsuseid tulevikuvaadete põhjal, mida ei toeta ettevõtte nüüdisväärtuse hinnang. Sellegipoolest, küllap on samavõrd riskantne pidada rangelt kinni väärtustest, mis on küll kaine pilgulisel moel välja arvatud, ent põhinevad senistel tulemustel. Investor peab valima ühe või teise suuna: ta võib kasutada oma ettenägemisvõimet ja mängida suuremale kasumile, mis kaasneb sündmuste täpse ennustamisega, riskides sealjuures väikse või suure arvutusveaga; või ta võib olla konservatiivne ning otsustada, et keeldub tõestamata võimalustega võetava riski eest suuremaid summasid maksmast. Sel juhul peab ta aga olema ka valmis hiljem kahetsema kuldsest võimalusest loobumist.

## Kaheosaline hindamisprotsess

Naaseme nüüd korra leheküljel 288 arutatud lihtaktsiate väärtuse hindamise juurde. Oleme sel teemal palju mõtisklenud ning leiame nüüd, et hindamine peaks toimuma hoopis teisiti kui praegune tava ette näeb. Analüütikud peaksid esmalt välja arvutama varasema tootluse, mis põhineb täielikult ettevõtte senistel tulemustel. Vastus näitab aktsia väärtust – absoluutväärtusena või protsendina Dow Jonesi või S&P 500 indeksist – eeldusega, et selle varasem tootlus jätkub muutumatuna ka tulevikus (ning et selle viimase seitsme aasta suhteline kasvumäär püsib ka järgmise seitsme aasta jooksul).

Kirjeldatud protsessi on võimalik läbi viia ka mehaaniliselt, kasutades valemit, mis mõõdab seniseid kasumlikkuse, stabiilsuse ja kasvunumbreid ning rahalist hetkeseisukorda. Analüüsi teises osas uuritakse, kui palju tuleks varasemal tootlusel põhinevat väärtust kohandada, et see vastaks tulevikus oodatavatele tingimustele. Taoline töö käik jaotuks vanem- ja nooremanalüütiku vahel sellisel moel: 1) vanemanalüütik loob kõikidele ettevõtetele rakenduva valemi varasema tootluse hindamiseks; 2) nooremanalüütik otsib üpris mehaanilisel viisil välja uuritavate ettevõtete vajalikud tegurid. 3) Vanemanalüütik teeb kindlaks, kui tõenäoline on, et ettevõtte absoluutne või suhteline tootlus erineb senistest tulemustest. Ta paneb paika, kuidas tuleks väärtuse arvutust kohandada, et see kajastaks kõiki oodatavaid muutuseid. Oleks hea, kui vanemanalüütiku aruandes oleks toodud nii algne kui kohandatud väärtus koos põhjendusega.

Kas sedasorti töö on mõttekas? Me vastus on pigem jaatav, kuid meie põhjendus võib lugejale tunduda veidi küüniline. Kahtleme, kas sel viisil saadud väärtuse hinnang on tüüpilise – olgu see suur või väike – tööstusfirma puhul piisavalt usaldusväärne. Kirjeldame selle probleeme lähemalt järgmises peatükis, kui räägime tööstusettevõttest Aluminum Company of America (ALCOA). Sellegipoolest tuleks ka neid lihtaktsiaid samal viisil analüüsida. Miks? Esiteks koostavad paljud väärtpaberianalüütikud paratamatult, oma päevatöö käigus ohtralt erinevaid hinnanguid ja prognoose. Meie pakutud hindamisviis on aga praegu kasutatavate meetodite edasiarendus. Teiseks annaks selle meetodi rakendamine analüütikutele kasulikke kogemusi ja teadmisi. Kolmandaks aitaks sedalaadi töö luua väärtusliku kogemustepagasi – just nagu meditsiinis – mis võimaldaks meetodeid täiustada ja saada parem ülevaade selle lähenemise

eeliste ja puuduste kohta. Kommunaalteenuste ettevõtete aktsiad võivad olla taoline valdkond, kus sellel on tõeline pragmaatiline väärtus. Viimaks piirdub arukas analüütik just nende ettevõtetega, mille tulevik on võrdlemisi hästi prognoositav\* või mille ohutusvaru varasema tootluse ja praeguse hinna vahel on nõnda suur, et ta võib tulevased liikumised jätta ka juhuse hooleks – samamoodi nagu eelisaktsiaid või võlakirju valides.

Järgmistes peatükkides esitame konkreetseid näiteid analüüsitehnikate rakendamise kohta. Ent need on ainult selgitavad näited. Kui teema lugejale huvi pakub, siis peaks ta selle kallal enne süsteemselt ja põhjalikult töötama, kui peab end piisavalt pädevaks, et väärtpaberite ostmise või müümise otsuseid teha.

*\* Need sektorid on ideaalis vähem sõltuvad ettenägematutest teguritest nagu kõikuvad intressimäärad või toormaterjalide (nafta, metallid) hinna liikumissuunast. Taolised valdkonnad on näiteks mängundus, kosmeetika, alkohoolsed joogid, hooldekodud ja jäätmetöötlus.*

## ÜHETEISTKÜMNENDA PEATÜKI KOMMENTAAR

„Kas sa ütleksid mulle palun, kuhu suunda ma minema peaksin?“  
„See oleneb suuresti sellest, kuhu sa tahad välja jõuda,“ ütles Kass.  
– Lewis Carroll, „Alice imedemaal“

### Tuleviku hinnastamine

Millised tegurid määravad, kui palju peaksite olema valmis aktsia eest maksma? Miks on ühe ettevõtte hind võrdne 10-kordse kasumiga ja teise hind 20-kordse kasumiga? Kuidas olla piisavalt kindel, et te ei maksa liiga kõrget hinda roosilise tuleviku eest, mis osutub tegelikult luupainajaks?

Graham leiab, et otsustavad on viis elementi.<sup>1</sup> Ta reastab need kokkuvõtlikult nii:

- ettevõtte pikaajalised väljavaated,
- juhtkonna kvaliteet,
- finantsvõimekus ja kapitalistruktuur,
- dividendimaksete ajalugu,
- kehtiv dividendimäär.

Uurime neid tegureid praeguse turu valguses.

**Pikaajalised väljavaated.** Täna peaks arukas investor laadima alustuseks ettevõtte kodulehelt või andmebaasist EDGAR ([www.sec.gov](http://www.sec.gov))<sup>2</sup> alla vähemalt viie aasta aruanded (USA finantsjärelevalveasutuse vorm 10-K). Seejärel peaks ta aruanded läbi kammima, et leida andmed kahele peamisele küsimusele vastamiseks. Mis paneb selle ettevõtte kasvama? Kust pärinevad (praegu ja edaspidi) ettevõtte kasumid? Märgata tuleks järgmiseid võimalikke probleeme:

<sup>1</sup> Kuna nii vähesed tänased üksikinvestorid ostavad – või peaksid ostma – võlakirju, siis piirdume selles arutluses aktsiaanalüüsiga. Võlakirjafondidest räägin lähemalt neljanda peatüki kommentaaris.

- Ettevõte on „sariülevõtja“. Kui ülevõtmisi on aastas keskmiselt rohkem kui kaks või kolm, siis võib see olla potentsiaalne murekoht. Kui ettevõte ostab parema meelega teiste firmade aktsiaid kui investeerib enda äritegevusse, siis äkki tuleks sellest eeskuju võtta ja vaadata ka ise mujale? Uurige ka ettevõtte ülevõtmiste ajalugu. Hoidke eemale buliimilistest firmadest, mis ahmivad endasse suuri ettevõtteid ja ajavad need peagi jälle välja. Lucent, Mattel, Quaker Oats ja Tyco International on sellised firmad, mis on pidanud ülevõetud ettevõtetest kohutavate kahjudega loobuma. Teised firmad kannavad summasid krooniliselt maha ja maksavad pidevaid raamatupidamistasusid, tõestades sellega, et omandatud ettevõtte eest maksti liiga kõrget hinda. See on tulevaste tehingute jaoks halb enne.<sup>3</sup>
- Ettevõte on TIR-sõltlane, võttes palju võlgu või müües aktsiaid, et koguda ohtralt Teiste Inimeste Raha. Aastaruande rahakäibe osas nimetatakse neid rikkalikke summasid „finantseerimistegevusega teenitud rahaks“. Need rahastussüstid võivad kehvast seisusest ettevõttest jätta kasvava firma mulje, isegi kui selle äritegevus ei tooda piisavalt raha – nagu nägime mõne aja eest ettevõtete Global Crossing ja WorldCom puhul.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Uurida tuleks ka vähemalt ühe aasta kvartaliaruandeid (vorm 10-Q). Eeldame, et olete „ettevõtlik“ investor, kes on valmis pühendama palju aega oma portfelli koostamisele. Kui teile tundub, et selles peatükis kirjeldatud näpunäited pole vaeva väärt, siis pole teie temperament üksikaktsiate valimiseks sobiv. Ilma siin kirjeldatud teemade uurimiseta on vähetõenäoline, et te soovitud tulemused ka tegelikult saavutate.

<sup>3</sup> Ülevõtmiste üksikasjad leiate tavaliselt aastaruande (10-K) osast „Management's Discussion and Analysis“ („Juhatuse aruanne ja analüüs“). Võrrelge sealseid andmeid ka finantsaruande allmärkustega. „Sariülevõtjatest“ räägin lähemalt kaheteistkümnenda peatüki kommentaaris.

<sup>4</sup> Selleks, et tuvastada, kas firma on „teiste inimeste rahast sõltuvuses“, lugege finantsaruande rubriiki „Statement of Cash Flows“ („Rahavoogude aruanne“). Selles osas on toodud raha sisse- ja väljavood „äritegevuses“, „investeerimistegevuses“ ning „rahastustegevuses“. Kui äritegevusest saadav tulu on püsivalt negatiivne, sellal kui rahastustegevusest tulevad summad on pidevalt positiivsed, siis on firmal kahjulik komme kulutada rohkem raha kui selle enda äritegevus suudab toota. Ärge aidake sellele sõltuvusele kaasa.



- Ettevõtte tulud sõltuvad suures osas kõigest ühest kliendist (või käputäiest klientidest). 1999. aasta oktoobris toimus fiiberoptiliste kaablite tootja Sycamore Networks'i aktsiate esmaemissioon. Ettevõtte prospektist selgus, et selle 11 miljoni dollari suurune tulu pärines täielikult ühelt kliendilt, firmalt Williams Communications. Kahjuks läks Williams juba kaks aastat hiljem pankrotti. Sycamore oli küll leidnud ka teisi kliente, kuid aktsia hind kukkus aastatel 2000-2002 97%.

Kasvu ja kasumeid mõjutavate tegurite otsingul pange tähele nii negatiivseid kui positiivseid omadusi. Siin on toodud mõned potentsiaalsed head märgid.

- Ettevõttel on lai „vallikraav“ (***Tõlkija märkus:** autor kasutab siin Warren Buffetti loodud terminit „moat“, mis kirjeldab piltlikult moel ettevõtte väljakujunenud ja püsivat eelist oma konkurentide ees*) ehk konkurentsieelis. Mõni ettevõtte võib sattuda linnuse kombel kergesti konkurentide rünnaku alla, samas kui teine ettevõtte on pea alistamatu. Konkurentsieelist võivad kindlustada mitmed tegurid: tugev kaubamärk (vaadake näiteks Harley Davidsoni, mille ostjad tätoveerivad firma logo oma kehale), monopol või monopolilähedane positsioon turul, mastaabisääst või võime toota odavalt ülisuurtes kogustes tooteid või teenuseid (mõelge näiteks Gillette'i peale, mis toodab žiletiterasid miljardite kaupa), ainulaadne immateriaalne vara (nagu Coca-Cola salajane maitsestatud siirupi retsept, millel puudub tegelik väärtus, ent millel on tarbijate üle hindamatu mõjuvõim), vastupidavus asendamisele (enamikul ettevõtetel pole alternatiivi elektrienergiele, seega ei pea elektrifirmad niipea kadumist kartma).
- Ettevõtte on maratonijooksja, mitte sprinter. Varasemaid kasumiaruandeid vaadates on näha, kas ettevõtte käive ja netotulud on viimase 10 aasta jooksul sujuvalt ja püsivalt kasvanud. Hiljuti ajakirjas Financial Analysts Journal avaldatud artikkel tõestas sama,

<sup>5</sup> Rohkem teavet „vallikraavide“ kohta leiate klassikasse kuuluvast raamatust „Competitive Strategy“ (Free Press, New York 1998), mille on kirjutanud Harvardi ülikooli majandusprofessor Michael E. Porter.

mida paljud teised uuringud (ja paljude investorite kurvad kogemused) on näidanud: kõige kiiremini kasvavad firmad kuumenevad sageli üle ja hääbuvad.<sup>6</sup> Kui maksueelne tulu kasvab pikaajaliselt 10% aastas (või 6% kuni 7% pärast maksude tasumist), võib see olla veel jätkusuutlik. Kuid paljude ettevõtete seatud 15-protsendine kasvutuhin on enesepettus. Veelgi suurem ette nähtud kasvumäär – või ühe- või kaheaastane välkkasv – on määratud hääbuma, just nagu kogenematu maratonijooksja, kes üritab läbida kogu distantsi sprinteri tempoga.

- Ettevõtte külvab ja lõikab. Pole tähtis, kui head on firma tooted ja kui tugev selle kaubamärk, iga ettevõtte peab pühendama osa rahast oma äritegevuse arendamisele. Uurimis- ja arendustegevuse kulud ei too kasvu ehk täna, kuid võivad seda tuua homme, eriti, kui firma on tõestanud, et suudab oma äri uute ideede ja vahenditega täiustada. Keskmine uurimis- ja arendustegevuse eelarve on tööstuseti ja ettevõttei erinev. 2002. aastal kulutas Procter & Gamble sellele 4% oma netokäibest, 3M aga 6,5% ja Johnson & Johnson 10,9%. Pikemas vaates on ettevõtte, kes ei tee kulutusi uurimis- ja arendustegevusele, vähemalt sama haavatav kui ettevõtte, mille vastavad kulutused on liiga suured.

**Juhtkonna kvaliteet ja tegutsemisviis.** Ettevõtte juhtkond peaks rääkima oma plaanidest ja seejärel toimima nende plaanide järgi. Lugege varasemaid aastaaruandeid, et näha, milliseid tulevikuplaane on juhid teinud ning kas neid on suudetud täita. Juhtkond peaks olema valmis oma eksimusi otsekoheselt tunnistama ja nende eest vastutust võtma, mitte süüdistama alatisi patuoinaid nagu „majandus“, „ebakindlus“ ja „kehv nõudlus“. Kontrollige, kas juhtkonna esimehe kirjade toon ja sisu on püsivad või muutuvad need vastavalt Wall Streeti viimasele moele (pöörake erilist tähelepanu buumiaastatele nagu 1999: kas tsementi või aluspesu tootva ettevõtte juhtkond teatas äkitselt, et nad on „transformatiivse tarkvararevolutsiooni esirinnas“?). Need küsimused aitavad kindlaks teha, kas firmat juhtivad inimesed tegutsevad seda omavate inimeste huvides:

<sup>6</sup> Vt Cyrus A. Ramezani, Luc Soeneni ja Alan Jungi artiklit „Growth, Corporate Profitability, and Value

*Creation“, Financial Analysts Journal, nov/dets 2002, lk 56-67, saadaval ka <http://cyrus.cob.calpoly.edu>.*

- Kas nad hoolitsevad oma esinumbri eest?

Firmal, mis maksab tegevjuhile 100 miljonit dollarit aastas, peab selleks olema hea põhjus. Vahest avastas ja patenteeris ta nooruse lätte? Või äkki leidis ta El Dorado ja ostis selle hinnaga 1 dollar aakri kohta? Või võttis ta ühendust maaväliste eluvormidega ja sõlmis lepingu, mille kohaselt tulnukad kohustuvad ostma kõik vajaminevad tarbed vaid ühelt Maa firmalt? Vastasel juhul näitab taoline jahmatavalt priske palk, et juhtkond juhib firmat enda huvide järgi.

Kui ettevõtte hindab siseringi aktsionäride aktsiaoptsioone ümber (või „väljastab neid uuesti“ või „vahetab neid välja“), siis hoidke eemale. Selles vahetusmängus tühistab ettevõtte kehtivad (ja tavaliselt väärtusetud) töötajatele ja juhtkonnale väljastatud optsioonid ning asendab need uute, soodsate hindadega optsioonidega. Kui nende väärtusel ei lasta kunagi nulli langeda, samas kui nende võimalik kasum on alati lõputu, siis kuidas toovad optsioonid kaasa ettevõtte varade parema valitsemise? Väljakujunenud ettevõtted, mis hindavad optsioone ümber – nagu on teinud kümned kõrgtehnoloogilised firmad – on häbiväärsed. Investor, kes ostab taolise firma aktsiaid, on lammas, kes astub ise pügalasse. Kui otsite aastaaruandest välja kohustusliku allmärkuse aktsiaoptsioonide kohta, siis leiate näitaja „*option overhang*“, mis näitab optsioonide osakaalu võrreldes aktsiate koguhulgaga. Näiteks AOL Time Warner teatas aruande esilehel, et ettevõtte oli 2002. aasta 31. detsembri seisuga emiteerinud 4,5 miljardit lihtaktsiat, ent dokumendi sügavustesse peidetud allmärkus paljastas, et väljastatud oli optsioonid veel 657 miljonile aktsiale. Järelikult tuli AOL-i edaspidine kasum jagada 15% võrra enama aktsia vahel. Ettevõtte tulevase väärtuse hindamisel tuleks seega alati arvesse võtta ka optsioonidest pärinev uute aktsiate tulv.<sup>7</sup>

Andmebaasis EDGAR ([www.sec.gov](http://www.sec.gov)) saadaval olev „Form 4“ näitab, kas firma kõrgem juhtkond ja direktorid on aktsiaid ostnud või müünud. Siseringi osanikul võib olla õigustatud põhjus aktsiaid müüa (hajutamine, majaost, abielulahutus), kuid korduv suure-

<sup>7</sup> Jason Zweig on AOL Time Warneri töötaja ning talle kuuluvad firma optsioonid. Aktsiaoptsioonide toimimise kohta saate lähemalt lugeda üheksateistkümnenda peatüki kommentaaris, lk 507.

mahuline müük on väga halb näitaja. Juhataja ei saa olla usaldusväärne kaasosanik, kui tema müüb, sellal kui teie ostate.

- Kas nad on juhatajad või reklaamitegijad?

Juhtkonna liikmed peaksid veetma enamiku ajast firmat eraviisiliselt juhatades, mitte firmat investoritele esitledes. Liiga tihti kaebavad tegevjuhid, et ettevõtte aktsia on alahinnatud, olenemata sellest, kui kõrgele aktsia hind tegelikult liigub, unustades ära Grahami rõhutatud mõtte, et juhatajad peavad ära hoidma nii aktsia liigse langemise kui ka liigse kerkimise. Samal ajal annavad kahetsusväärselt paljud finantsdirektorid välja „tulujuhiseid“ (*earnings guidance*) ehk umbkaudseid ennustusi ettevõtte kvartalikasumite kohta. Mõned firmad on aga reklaamikärast sõltuvuses, andes pidevalt välja pressiteateid ajutiste, tühiste ja oletatavate „võimaluste“ kohta.

Käputäis ettevõtteid – näiteks Coca-Cola, Gillette ja USA Interactive – on hakanud Wall Streeti lühiajalisest mõtteviisist loobuma. Sellised vaprad eristujad esitavad rohkem üksikasju oma eelarvete ja pikaajaliste plaanide kohta, keeldudes samas järgmise 90 päeva käekäigu osas spekulatsioonidest. Kui soovite näidet sellest, kuidas ettevõtte aktsionäridega otsekoheiselt ja ausalt suhtleb, siis liikuge EDGARI andmebaasi aadressil [www.sec.gov](http://www.sec.gov) ja vaadake ettevõtte Expeditors International of Washington 8-K vormi sissekandeid, kuhu firma postitab perioodiliselt oma suurepäraseid küsimus-vastus dialooge aktsionäridega.

Viimaks küsige, kas ettevõtte raamatupidamine on kujundatud selliselt, et finantsarvestus oleks läbipaistev või et see oleks läbipaistmatu. Kui „ühekordsed“ tasud kipuvad korduma, kui „erakorralised kulud“ esinevad nõnda tihti, et tunduvad tavalised; kui lühendeid nagu EBITDA kasutatakse sagedamini kui terminit netotulu või kui *pro forma* tuludega varjatakse tegelikku kahjumit, siis võib tegemist olla firmaga, mis ei oska veel aktsionäride pikaajalisi huvisid esireas arvestada.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Sellest teemast räägin ka kaheteistkümnenda peatüki kommentaaris, samuti soovitan lugeda Joseph Fulleri ja Michael C. Jenseni suurepäraseid esseid „Just Say No To Wall Street“ aadressil <http://papers.ssrn.com>.

**Finantsvõimekus ja kapitalistruktuur.** Hea ettevõtte kõige elementaarsem võimalik määratlus on järgmine: see toodab rohkem raha kui kulutab. Head juhatajad leiavad alati viise, kuidas raha tulemuslikult kasutada. Pikas vaates on pea täiesti kindel, et selliste ettevõtete väärtus kasvab, olenemata aktsiaturu käitumisest.

Alustuseks lugege ettevõtte aastaaruande rahakäibe andmeid. Vaadake, kas äritegevuse kaudu teenitud raha on viimase 10 aasta jooksul püsivalt kasvanud. Seejärel saate asuda põhjalikumalt uurima. Warren Buffett on populariseerinud näitaja omanike tulu suhtarv (*owner earnings*), ehk netotulu, millele on liidetud amortisatsioon ja põhivara väärtuse langus ning tavaline (negatiivse väärtusega) kapitalikulu. Investeeringufirma David Selected Advisers portfellihaldur Christopher Davis sõnastas seda nii: „Kui omaksite 100% sellest ettevõttest, siis kui palju raha oleks teie taskus aasta lõpus?“ Kuna see arv sõltub raamatupidamiskirjetest nagu amortisatsioon ja põhivara väärtuse langus, mis ei mõjuta rahasaldot, võib omanike tulu olla parem näitaja kui aruandes toodud netotulu. Omanikukasumi veel täpsemaks arvutamiseks tuleks netotulust lahutada ka:

- kõik aktsiaoptsoonide väljastamisega seotud kulud, mis suunavad kasumid olemasolevate aktsionäride käest uutele siseringi omanikele;
- mis tahes „ebatavalised“, „ühekordsed“ või „erakorralised“ kulud;
- kogu „sissetulek“ ettevõtte pensionifondist.

Kui omanike tulu aktsia kohta on viimase kümne aasta jooksul keskmiselt vähemalt 6% või 7% tõusnud, siis võib ettevõtet pidada stabiilseks rahatootjaks ning selle kasvuväljavaateid headeks.

Järgmisena vaadake ettevõtte kapitalistruktuuri. Uurige bilansist, kui suur on firma võlakoores (sh kui suures summas on emiteeritud eelisaktsiaid). Üldiselt peaks pikaajalised võlakohustused jääma alla 50% kogukapitalist. Finantsaruande allmärkustest tehke kindlaks, kas pikaajalised võlakohustused on fikseeritud (püsivate maksetega) või muutuva (maksete summad kõiguvad ja võivad intressimäärade tõustes muutuda üsna kulukaks) määraga. Otsige aastaaruandes üles kirje „kasumi ja püsikulu suhe“ (*ratio of earnings to fixed charges*). Amazon.com-i 2002. aasta aruande järgi oli Amazoni kasum 145 miljoni dollari võrra väiksem kui intressimaksete tasumiseks tarvis läks. Tulevikus peab Amazon äritegevusega kas tunduvalt

rohkem teenima või leidma viisi, kuidas laenata raha madalama intressiga. Vastasel juhul muutuvad ettevõtte omanikeks aktsionäride asemel hoopis võlakirjaomanikud, kellel on õigus Amazoni varadele, kui neil pole ühtegi muud viisi ettenähtud intressimaksete saamiseks. Tuleb muidugi mainida, et Amazoni kasumi ja püsikulu suhe oli 2002. aastal siiski märkimisväärselt paremas seisus kui kaks aastat varem, mil kasumi puudujääk intressimaksete tasumisel oli 1,1 miljardit dollarit.

Paar sõna dividendide ja aktsiapolitiika kohta (rohkem informatsiooni leiate 19. peatükist):

- Ettevõttel, mis ei maksa dividende, lasub kohustus tõestada, et see on investorile kasulikum. Kui firma on nii heas kui halvas turuolukorras saavutanud konkurentidest püsivalt paremat tootlust, siis kasutab juhtkond raha optimaalselt. Kui äritegevus on aga kahanenud ning aktsia tootlus on rivaalidest kehvem, siis kasutavad juhatajad ja direktorid dividendi maksmist vältides raha valesti.
- Ettevõtted, mis tegelevad korduvalt aktsiate splittimisega ehk nende nimiväärtuse vähendamisega – ning reklaamivad uusi aktsiaid pressiteadetes hingetuseni – kohtlevad investoreid nagu juhmardeid. Aktsionärid, kes armastavad splitte, ei saa lihtsalt asjast aru – just nagu pesapallur Yogi Berra, kes tahtis, et tema pitsa oleks lõigatud neljaks tükiks, sest ta ei arvanud, et jaksab kaheksa tükki ära süüa. Kaks 50-dollarist aktsiat ei ole rohkem väärt kui üks 100-dollarine aktsia. Juhtkond, mis kasutab aktsiaostjate meelitamiseks splittimist, soodustab ja kutsub esile investeerimisüldsuse kõige halvemaid instinkte. Arukas investor väldib oma raha andmist taoliste üleolevatele manipuleerijatele.
- Ettevõtted peaksid aktsiate tagasiostuga tegelema siis, kui need on odavad, mitte siis, kui nende hind on rekordkõrgusel või selle lähedal. Kahjuks on üsna mitmed firmad viimasel ajal asunud oma ülehinnatud aktsiaid tagasi ostma. Pole olemas küünilisemat viisi ettevõtte raha raiskamiseks, sest selle käigu tegelik eesmärk on anda tippjuhtidele mitme miljoni dollarilisi palku, müües „aktsionäride vara suurendamise“ nimel oma aktsiaoptsioone.

Arvestatav kogus kaudseid tõendeid viitab aga, et juhatajad, kes räägivad „aktsionäride vara suurendamisest“, teevad seda tegelikult harva. Investeerimises, nagu eluski, võidavad lõpuks tegijad, mitte rääkijad.

## 2. Tõlkimise lähtekohad

Enne tõlkeprobleemide üksikasjadesse laskumist tuleks sõnastada Benjamin Grahami ja Jason Zweigi lähteteksti üldised omadused ja määratleda selle tõlkimise põhilised eripärad.

### 2.1 Teksti žanr ja ülesehitus

Benjamin Grahami „The Intelligent Investor“ peamine eesmärk on tutvustada lugejale üht kindlat kaine pilgulist vaadet investeerimisele ning toetada seda vaadet faktide ja ajalooliste näidetega. Kui kasutada raamatu liigitamisel otsetõlkelist sõna „populaarteaduslik“, siis tekiks esmapilgul ehk tõrge – olenemata sellest, et teos sisaldab graafikuid ja arvutusi, ei saa selle sisu siiski pidada (majandus)teaduslikuks. Praegusel ajal sagedamini tarvitataval sünonüümil „aimekirjandus“ on aga juba märgatavalt laiem tähendusväli, mis hõlmab kergesti ka antud raamatut.

Teose üldine ülesehitus on õpikulik: esmalt seletatakse lahti üldine kontekst (investeerimise olemus, inflatsioon kui investeerimist õhutav tegur, aktsiabörsi ajalugu) ning seejärel asutakse ükshaaval kirjeldama konkreetseid investorit mõjutavaid faktoreid ja jagama täpseid näpunäiteid. Peatükkide järk-järgulise spetsiifilisemaks muutumisega kasvab ka nende keerukus.

Peatükkide endi ülesehitus on seevastu pigem ajakirjanduslik kui teaduslik või õpikulik. Mitmed Grahami peatükid algavad sissejuhatavate ajalooliste kirjelduste või autori tähelepanekutega ning liiguvad alles siis kindlate faktide ja väidete juurde. Zweigi kommentaar-peatükid algavad aga pea eranditult anekdootlike näidete või haaravate teemapüstitustega. Kuna raamatu põhiline sisuline kaal lasub Grahami tekstiosal, on börsiajakirjaniku peamine ülesanne selgitada ja mõtestada originaalautori esitatud ideid, mistõttu peegeldavad Zweigi kommentaarid kohati Grahami peatükkide struktuuri.

Tuleb tunnistada, et „The Intelligent Investor“ liigitamine aimekirjanduseks aitab küll ehk määratleda lähteteksti funktsiooni, ent tegeliku tõlkemeetodi selle järgi valimine on keeruline. Probleem ei seisne ainult termini ähmasuses – kuna üldkasutuses on sõna „aimekirjandus“

kaugenenud teaduslikkusest (Silk 2010) ja on nüüdseks lähemal ingliskeelsele kategooriale *non-fiction* – vaid ka konkreetse tõlketeoreetilise käsituse puudumises. On iseenesestmõistetav, et aimekirjanduse (pidades silmas selle klassikalist, teaduslähedase kirjanduse tähendust) tõlkimisel on keelatud pisemgi sisuline ärajätt või moonutamine. Samas on ebaselge, mil määral ja kuidas tuleks üle kanda aimeteose meelelahutuslik külg. Benjamin Grahami teksti puhul saab küsida ka vastupidise küsimuse: kas ja kui palju tuleks meelelahutuslikkust või kergust lisada? Seda probleemi käsitlen lähemalt alapeatükis „Stiil“.

Muidugi võib antud raamatu tõlget võrrelda ka teiste samalaadsete ja -teemaliste teoste eestindustega. Näiteks saab Benjamin Grahami „The Intelligent Investor“ kõrvale seada Soome börsiguru Seppo Saario esmakordselt 1984. aastal avaldatud raamatu „Miten sijoitan pörssiosakkeisiin“ (eesti tõlkes „Kuidas ma investeerin börsiaksiatesse“). Mõlemad raamatud õpetavad lugejat samm-sammulisel moel ning annavad autoriteetsel toonil näpunäiteid. Kahe raamatu peamine erinevus seisneb aga autori isikus ja teoste laiemas suunitluses. Benjamin Graham oli oma edukast börsitegevusest hoolimata siiski eelkõige akadeemik ning tema raamatu eesmärk pole inimestele investeerimist õpetada, vaid veenda lugejat oma mõtteviisi väärtuslikkuses. Mõistagi annab ka Saario oma teoses edasi konkreetsed investeerimise põhiteesid ja õhutab lugejat tolle ideestiku järgi järjekindlalt toimima, kuid raamatu üldine suunitlus on hulga praktilisem.

Huvitav on aga tõdeda, et kuigi „Kuidas ma investeerin börsiaksiatesse“ pöördub lugeja poole sõbralikul sinataval moel, pole eestikeelne sihttekst tegelikult niivõrd vaba kui taolise aimekirjanduse puhul ehk eeldada võiks: „Väärtpaberibörsi oluline ühiskondlik väärtus seisneb selles, et see loob võimaluse kaubelda vabalt vahetatavate aktsiatega usaldusväärselt, ilma vaevata ja väikeste kuludega.“ (Saario 2016: 45) Taolisi ja keerulisemaid lausekonstruktsioone leidub tekstis palju. Et näha, kas majandusteadlase Arno Kirdi tõlgitud ning tõlkija Olavi Teppani toimetatud investeerimisraamatus esinev poolformaalne stiil on selles žanris erandlik või tavaline, tasub vaadata teisigi samasuguseid teoseid. Head võrdlusallikad on näiteks Robert Kiyosaki raamatud, mis on ülekaalukalt enim eesti keelde tõlgitud rahandus- ja investeerimisteosed. Ning tõepoolest, ka Kiyosaki raamatu „Rich Dad's Guide to Investing: What the Rich Invest In, That the Poor and Middle Class Do Not!“ 2008. aasta eestinduses leiame sarnase poolformaalse kirjapruugi: „Sõltumata sellest, kas olete investearingu sees- või



väljaspool, on tähtis, et te tunneksite väärtpäberialast põhireeglistikku.“ (Kiyosaki 2008: 197) Siinjuures on huvitav täheldada, et kuigi Kiyosaki sõnakasutus originaaltekstis on üpris avameelne ja emotsionaalne, isegi reklaamilik (nagu paistab ka teose alapealkirjast), on tõlkija otsustanud siiski teie-vormi kasuks. See pole ka tingimata viga, sest eesti lugeja jaoks mõjub formaalne pöördumine taolise temaatikaga tekstis üsna loomulikult. Teisalt on kummaline, et Seppo Saario teos, mille toon on hulga vähem familiaarne ja suunitlus praktilisem, kasutab küllaltki vabal moel sinatavat vormi: „Ära loobu parimatest aktsiatest!“ (Saario 2016: 212) Samas võib tõlkijat siin olla mõjutanud soome keele üldine sinatamise tava.

Igal juhul võib kahe tuntud investeerimisraamatu tõlgete põhjal tõdeda, et senise investeerimisteemalise aimekirjanduse lauseehitus ja sõnakasutus on olnud pigem keeruline ning lähemal ametlikule kui tavakeelsele stiilile. Kõnevormi formaalsus on sõltunud tõlkija eelistusest. Tõlgitud teoste nõnda vähese hulga tõttu oleks vale nimetada neid omadusi väljakujunenud tavaks, kuid vähemalt aitavad need harilikku tõlkeviisi pisutki piiritleda ning leida tasakaal autoritruuduse ja lugejasõbralikkuse vahel.

## **2.2 Tõlkimise eripärad**

Tõlketeadlane Peter Newmark kasutab erinevate tekstide iseloomustamiseks Saksa lingvisti Karl Bühleri kolme keelefunktsioonide kategooriat: ekspressiivsus, informatiivsus ja vokatiivsus. Ekspressiivse funktsiooni puhul väljendab teksti autor Newmarki määratluse järgi oma mõtteid või tundeid, panemata selles eriti rõhku teksti vastuvõtjale. Ekspressiivsete tekstide tõlkija peab olema tähelepanelik, et märgata kõiki võimalikke isepärasusi: ebatavalisi väljendeid, metafoore, hinnangulisi fraase ja muid taolisi detaile. (Newmark 1988: 39-40)

Informatiivset funktsiooni kannavad tekstid, mis käsitlevad kindlaid fakte, ideid või teooriaid. Taolised on näiteks õpikud, ajaleheartiklid, teadustööd jne. See kategooria hõlmab samas nii range keelekasutusega akadeemilisi kirjutisi kui ka familiaarse kõnepruugiga aimeraamatuid. (Newmark 1988: 40-41)

Vokatiivse funktsiooni eesmärk on lugejaskonda, teksti vastuvõtjat nõ kõnetada. Autor

pöördub otsesõnalisel või kaudsel viisil lugeja või lugejaskonna poole, kasutades selleks võimalikult mõistetavat keelt. (Newmark 1988: 41-41)

On ilmselge, et „The Intelligent Investor“ puhul jaotuvad kirjeldatud kategooriad Benjamin Grahami ja Jason Zweigi erineva kirjaaruviisi tõttu ebaühtlaselt. Grahami põhitekstis on tuntavas ülekaalus informatiivne funktsioon, millele on kaudses vormis lisatud ka vokatiivsus: „We trust that the reader of this book will gain a reasonably clear idea...” (Graham 2006: 20). Zweigi kommentaarides on tasakaalus aga ekspressiivne ja informatiivne funktsioon. Neid omadusi tuleb silmas pidada tõlkemeetodi valikul. Üldine eristus on Peter Newmarki teooria kohaselt lihtne: ekspressiivsete tekstide puhul on peamised tõlkeühikud sõnad, sest just need sisaldavad tähendusnüansse. Informatiivsete ja vokatiivsete tekstide puhul on fookus aga lause tervikul. (Newmark 1988: 50) Tõepoolest, Grahami tekstiosa pikkade lausete ning üksikasjalikult rajatud argumentide tõlkimisel on küsimus eelkõige selles, kuidas anda edasi lausete keeruline mõte ning tagada samas väljendusselgus. Zweigi tekstis, kus ekspressiivsust on tunduvalt rohkem, tuleb sageli pöörata tähelepanu ka eraldi sõnade tähendusvarjunditele ja hinnangulisusele. Katharina Reissi käsituse järgi tulekski nüüd tuvastada *domineeriv* funktsioon, millest juhinduda ka tõlkemeetodi valikul. (Reiss 2000: 25) Grahami puhul pole see raske: tema argumenteeriv ja faktidele toetuv tekst on ilmselgelt ja tugevalt informatiivne. Jason Zweigi teksti analüüsides ei maksa tema väljendusrikkust aga üle hinnata: ka nendes peatükkides domineerib tegelikult siiski informatiivsus – autori ekspressiivsus on pelgalt vahend, mille abil sisu mõistmist lihtsustada ja lugemist nauditavamaks muuta. Katharina Reiss peab taolist olukorda aimekirjanduse puhul tavaliseks. Selle põhjuseks on tema sõnul ühest küljest autori „kirjanduslik ambitsioon“ ja teisalt püüe teksti vormi eeldatava lugejaskonna jaoks kohandada. (Reiss 2000: 30)

Kokkuvõttes on seega tegemist – kasutades Reissi loodud nimetust – sisule orienteeritud tekstidega (*content-focused text*). Selliste kirjutiste tõlkimisel peab tõlkija tema hinnangul veenduma, et kogu sisu ja informatsioon jõuaks täielikult ka sihtteksti, kuid tagama samas, et sihtteksti lingvistiline vorm domineeriks lähteteksti üle. (*ibid.*)

## 2.3 Skopos

*Skopos*-teooria ühe tuntuima eestkõneleja, Christiane Nordi sõnul tasuks enne tõlkimist määratleda selle algataja (tellija või tõlkija enda) eesmärk. Eesmärgi valikust sõltuvad sihtteksti vastuvõtja või lugejaskond, vastuvõtmise aeg ja koht, teksti eeldatav vorm ning muud tegurid. Sealjuures ei piirdu Nord lugejaskonna määratlemisel üldsõnaliste kategooriatega: tõlkija peab näiteks tundma ka mall-lugeja sotsiaalset-kultuurilist tausta ja tema ootusi tekstile. (Nord 2005) Nordil on kahtlemata õigus, et sihtlugeja nõnda põhjalik defineerimine aitab tõlkijal edasiste probleemkohtade puhul kiiremini ja tõhusamalt otsuseid teha. Tõlkimise praktiline tegelikkus võib vahel kulgeda aga teisiti. Näiteks võivad kujuteldava publiku omadused töö käigus muutuda. Taoline nihe leidis aset ka Benjamin Grahami teose tõlkimise ajal, kui mõistsin, et autori õpetajalikust maneerist ja raamatu samm-sammulisest struktuurist hoolimata pole raamat siiski võhikutele arusaadav ja sobiv. Graham teatab küll raamatu sissejuhatuses, et teos pakub juhiseid, mis on mõistetavad tavainimesele („*in a form suitable for laymen*“ [Graham 2006: 1]), kuid samas kasutab ta ilma igasuguste selgitusteta spetsiifilist börsisõnavara nagu *high-grade taxable bond*, *initial dividend return*, *Dow Jones Industrial Average* jne. Enamgi veel, isegi oluliste terminite nagu *short-selling* ja *on margin* definitsioonid on reaaluste kommentaaride kaudu raamatusse lisanud hoopis Jason Zweig. Nordi vaate järgi oleks selline äratundmine pidanud toimuma juba lähteteksti esmase lugemise ajal, ent siin alahindab ta suurt erinevust lugeja- ja tõlkijapilgu vahel. Väidan, et tõlkijapilk, mis võtab arvesse tegureid nagu lugeja vastuvõtlikkus ja kultuuriline ülekantavus, käivitub tegelikult alles siis, kui algab tõeline tõlkeprotsess. Eriti tuntav on kontrast kahe vaatepunkti vahel siis, kui tõlkija valdab lähteteksti valdkonda pisutki paremini kui kujuteldav sihtlugeja ning ei märka tavalugemise jooksul seepärast võimalikke arusaamist raskendavaid detaile. Näiteks jäi tavalugemise käigus märkamatuks lauseosa „[...] *sale of a few shares of stock by an inexperienced member of the public, who does not even own what he is selling*“ (Graham 2006: 19), mis eeldab fraasiga „*does not even own what he is selling*“ tegelikult lühikeseks müügi põhimõtte tundmist. Algaja jaoks ei piisa siin isegi lahtisõnastavast tõlkest („kes on saanud aktsiad vaid maakleri käest laenuks“ vms), sest lühikeseks müümise kontseptsioon on talle nii või teisiti võõras.

Seega, kui algselt oli sihtteksti eeldatav lugeja võhiklik investeerimishuviline, siis peagi tuli

auditoorium muuta Grahamile hulga kodusemaks ning pidada sihtlugejat pigem näiteks üliõpilaseks, kes on börsialased põhiteadmised juba omandanud. Taoline valik muutis „The Intelligent Investor“ tõlkimisel lihtsamaks ka üldist stiili puudutavate otsuste tegemise.

### 3. Tõlkeprobleemide analüüs

#### 3.1 Stiil

Praktilises vaates tuleks välja tuua kaks tegurit, mis muutsid käesoleva magistritöö lähteteksti tõlkimise mõnevõrra keeruliseks. Esiteks oli tekstis selgelt aimatav Benjamin Grahami akadeemiline taust ning teiseks oli pea võimatu unustada, et raamat ilmus esmakordselt aastal 1949 ja järgib seega ka toleaegeid kirjutamismalle. Tõlketeoorias paigutuvad mõlemad tegurid registri ja sealtkaudu stiili mõistevälja. Jean Boase-Beieri definitsiooni järgi kasutatakse terminit „register“ kindlate stilistiliste omaduste kohta, mis on seotud tekstitüübi, teema ja formaalsusastmega (Boase-Beier 2011: 154). „The Intelligent Investor“ tõlkimise puhul oli tähelepanuväärne just viimane kategooria: formaalsus. Näiteks kasutab Graham autorihääle jaoks läbivalt umbisikulist kõnevormi või mitmuse esimest pööret: „*What do we mean by „investor“? Throughout this book the term will be used in contradistinction to „speculator“.*“ (Graham 2006: 18). Tänapäevase aimekirjandusega võrreldes on meie-vormi kasutamine väga ebatavaline (arvestades, et teos pärineb vaid Grahami sulest). Tõlkija jaoks on see justkui Lawrence Venuti kodustamise-võõrapärastamise vastanduse edasiarendus: siht- ja lähteteksti kultuure ei lahuta pelgalt keeleline ja geograafiline kaugus, vaid ka ajaline vahemaa. Sealjuures esineb kontrast ka lähteteksti ja lähtekeele praeguse diskursuse vahel.

Kodustava meetodi eestkõnelejad Eugene A. Nida ja Jan de Waardi range määratlus „the translator must be a person who can draw aside the curtains of linguistic and cultural differences so that people may see clearly the relevance of the original message” (Nida ja de Waard 1986: 14) annab justkui märku, et õigem on loobuda vananenud stiilist, mis segab lugejate ligipääsu raamatu sisule. Kui vaadelda teksti läbi *skopos*-teooria läätse ning määrata sinse tõlke eesmärgiks olla pelgalt aimekirjandus, siis oleksid kõik taolised muudatused vastuvõetavad. Samas on magistritöö formaadi eeliseks aga võimalus määratleda tõlke eesmärk ilma toimetajate-tellijate piiranguteta.

Lähteteksti „ebatavalisuse“ ülekandmine sihtteksti ei tohiks toimuda vaid lihtsuse tõttu. Basil Hatim on hoiatanud, et vajaliku kriitikameeleta võib selline suhtumine viia liigagi levinud

lähimõtle mata toortõlkeni. Tema sõnul tuleks silmas pidada ka sotsiotekstuaalseid tegureid. (Hatim 2004: 235-236) „The Intelligent Investor“ puhul on oluline mitte unustada, et raamatu sisu ja struktuur on välja kasvanud Benjamin Grahmi loengutest Columbia ülikoolis (Bierig 2000) ning autori sorav, ent formaalne stiil on ka selle peegeldus. Grahmi teose toon on tõepoolest lähedasem akadeemilisele ettekandele kui tüüpilisele aimekirjandusele. Kuigi pole vale öelda, et taoline toon tundub arhailine, on samal ajal tegemist omadusega, mis annab raamatule (majandus)teoreetilist autoriteeti. Taolise stiili eemaldamine või kärpimine kahjustaks seega ehk teose mõjukust. Benjamin Grahmi akadeemiline (kuid sellest hoolimata väljendusriikas) kirjutamisviis peab säilima ka seetõttu, et ei kaoks kontrast Jason Zweigi selgelt vabama keelekasutusega. Esitan järgnevalt paar näitelauseid koos nende tõlgetega.

#### **Benjamin Grahmi tekstiosa:**

We have often said that Wall Street as an institution would be well advised to reinstate this distinction and to emphasize it in all its dealings with the public. (Graham 2006: 20)	Oleme sageli öelnud, et Wall Street peaks eristuse institutsionaalselt uuesti kasutusele võtma ja rõhutama seda ka suhtluses avalikkusega.
---	--

#### **Jason Zweigi tekstiosa:**

The Foolish Four, in short, was one of the most cockamamie stock-picking formulas ever concocted. (Graham 2006: 44)	Kokkuvõttes oli „The Foolish Four“ seega kõige jaburam aktsiate valimise mudel, mis iial loodud.
--	--

Kontrast Grahmi vaoshoitud ja kaine stiili ning Zweigi otsesõnalise ja tihti sarkastilise stiili vahel loob lähteteksti lugeja jaoks tasakaalu, kus põhiautor väljendab autoriteetse tooniga peamisi ideid ning kaasaegne autor tõlgendab neid lihtsustatud moel ja lisab juurde tänapäevasemaid (kuigi isegi praeguseks juba pisut vananenud) näiteid. Sihtauditooriumist olenemata on see struktuur väärtuslik mis tahes lugejale ning peaks tingimata alles jääma ka tõlkes.

Siinjuures seisneb küsimus aga selles, kui lai peaks kahe stiili vaheline kontrast õieti olema. Raamatu tõlkimise käigus valmistasid muret näiteks Zweigi erakordselt otseütlevad laused, näiteks: „But trading as if your underpants are on fire is not the only form of speculation.“

(Graham 2006: 41) Taoline põgus lustlik võrdlus ei mõju lähtetekstis sugugi registrivääratusena, ent eestikeelne otseväste – „justkui oleks aluspüksid leekides“ – või kodustatud variant – „nagu oleks sipelgad püksis“ – enam nõnda loomulikud ei tundu. Jean Boase-Beieri sõnul on senises tõlketeooria esindatud neli erinevat vaatepunkti, mille varal stiili uurida: lähteteksti stiil kui autori valikute väljendus, lähteteksti stiil kui lugejat (sh tõlkijat) mõjutav tegur, stiil kui sihtteksti autori (tõlkija) valikute väljendus ning sihtteksti stiil kui lugejat mõjutav tegur (Boase-Beier 2006: 11-12). Põhimõtteliselt saaks antud tõlkeprobleemi lahendamiseks kasutada kõiki nimetatud aspekte. Autori valikute ja kavatsuse uurimine on ehk olulisem ilukirjanduses, kuid kahtlemata võib ka siin näiteks öelda, et Zweigi eesmärk oli luua vabama väljenduse abil vahetum side lugejaga. Teisalt pole vale väita, et samasugune vaba väljendus mõjuks eesti lugejale pigem võõrastavalt ning suunaks tähelepanu teksti sisult liialt keelekasutusele. Järelikult tuleks praeguse tõlkeprobleemi puhul anda kaalukam roll siiski sihttekstile ja selle potentsiaalsele mõjule. „Aruka investori“ esimese peatüki kommentaaris leiame seepärast järgmise lause: „Paaniline kauplemine ei ole aga ainus spekulatsioonivorm.“ Tõsi, ohverdatud on kujundlikkus ja emotsionaalsus, kuid säilinud on sisu hinnangulisus (sest „paaniline“ väljendab autori selget negatiivset arvamust) ning lause otsekohekus.

Vastupidise näite pakub aga Zweigi alapealkiri „Are they looking out for No. 1?“ (Graham 2006: 306) Metonüüm „No. 1“ tähistab siin stereotüüpse ettevõtte tegevjuhti. Fraas „looking out“ väljendab seevastu Zweigi vaoshoitud sarkasmi, olenemata sellest, et väljend pole iseenesest irooniline. Erinevalt eelmisest probleemist tuleks antud juhul pöörata enam tähelepanu just nimelt autori valikutele. Tema toon ei ilmne ehk kohe pealkirjast (kuigi „No. 1“ on rõhutatult lihtsustatud viis firmajuhi nimetamiseks), aga on väga märgatav lauseosas, kus Zweig pakub välja võimalikke põhjendusi tegevjuhile 100 miljoni dollari suuruse aastapalga maksmiseks: „Perhaps he discovered – and patented – the Foundation of Youth? Or found El Dorado and bought it for \$1 an acre?“ (*ibid.*) Kergelt aimatav sarkasm ja üleolek peavad vaieldamatult kajastuma ka sihttekstis, seepärast on õigeim lisada sõnasõnalisele tõlkele tooni rõhutamiseks veel asesõna „oma“: „Kas nad hoolitsevad oma esinumbri eest?“ Nii on lauses tajutav hinnanguline lisatähendus – ettevõtte juhtkond kui eraldi kildkond – mida Zweigi kirjeldab ka järgmistes lõikudes.

Üldiselt võib Jason Zweigi väljendusviisi nimetada tänapäeva ajakirjanduslikuks stiiliks, mis püüab olla ühtaegu nii informatiivne kui väljendusrohke ning nopib seega aeg-ajalt väljendeid ka argikeelest (nagu näha eelmistes näidetes). Lõhe Zweigi ja Grahami stiilide vahel pole seepärast tekkinud ainult ajalise distantssi mõjul, vaid on Zweigi teadlik valik.

Stiililistest erinevustes hoolimata on samas aga huvitav märkida, et probleemsed terminid jaotusid kahes tõlgitud peatükis üsna võrdselt mõlema autori vahel. Eelneva arutluse põhjal võiks arvata, et analüüsi nõudvad keerulised kujundlikud terminid ja väljendid peituvad peamiselt ainult Zweigi tekstiosas ning probleemsed börsiterminid ainult Grahami peatükkides, ent tegelikult ei allunud tõlkeprobleemid sugugi sellele loogikale. Samas seadis probleemi ümber olev akadeemiline või ajakirjanduslik stiil aga kindlad piirid sobiva tõlkelahenduse valikule.

## **3.2 Terminite ja väljendite tõlkimine**

### **3.2.1 Pealkiri**

Kõigepealt tuleks pisut põhjendada pealkirja tõlkevalikut. Väljendi „*intelligent investor*“ vaste võib nimelt olla nii võõrsõnaline „intelligentne investor“ kui ka omakeeleline „arukas investor“. Esmapilgul on need sõnad pelgalt sünonüümid, mistõttu olekski tänapäevase eesti keeleloome ja -hoole seisukohalt õigeim eelistada just omasõna. Teisest küljest võib väita, et nendel kahel vastel on konnotatiivseid erinevusi. Erinevused on küll vaevuaimatavad, kuid arvestades, kui tähtis roll ja mõju on raamatu pealkirjal, ei saa neid siiski tähelepanuta jätta. Enamgi veel, „*The Intelligent Investor*“ pole lihtsalt pealkiri, vaid raamatu tuumiktermin, mille külge Graham seob kogu oma mõttestiku.

„Eesti keele seletav sõnaraamat“ annab sõnale „arukas“ kaks üsna sarnast tähendust: esiteks „selge, terase aruga, avara v. kaine mõistusega, taibukas, intelligentne“ ning teiseks „aru eeldav, arul põhinev; mõistlik, otstarbekas“ (EKSS). „Intelligentne“ sisaldab aga silmnähtavalt vähem tähendusi: „arenenud mõistusega, arukas, taibukas“ (*ibid.*) Tõlkeotsuse paremaks põhjendamiseks tasub aga uurida ka viise, kuidas neid sõnu tegelikkuses kasutatakse. Selleks



tarbeks võtsin appi Eesti Keele Instituudi koostatud mahuka etTenTen korpuse, mis sisaldab internetist alla laaditud tekste. Nagu omasõna puhul oodata võib, leiab korpus ligi veerandi võrra rohkem selliseid lauseid, mis tarvitavad sõna „arukas“, kui neid, mis kasutavad „intelligentset“. Vasteid uurides on küllaltki selgelt näha, et arukust peetakse kõige enam mõistlikkuse sünonüümiks: „miinimumpalga eest töötamine küll arukas tegevus pole“, „Arukas koolijuht kõigepealt usaldab oma õpetajaid“, „Arukas ettevõtja arvestab, et töötaja ei ole robot...“ (etTenTen). Arukus näib suures osas korpuse lausetest tähistavat pigem kainet ja vastutustundlikku käitumisviisi kui teadmispõhist või sünnipärast vaimset võimet. „Intelligentne“ kannab mitmetes korpuse lausetes aga just viimast tähendust: „Kolmandast küljest tundub Obama olevat intelligentne ja kiiresti õppiv“, „Julgen väita, et Keskraamatukogu töötajad on intelligentsed, paljulugenuid inimesed“, „Tselluloosi- ja paberitööstus vajab intelligentsid tehnilise haridusega spetsialiste.“. (*ibid.*)

Ent ka kahe sõna harilikke tähendusi teades on ikka veel raske otsustada, kumba varianti eelistada, sest see sõltub esmapilgul täielikult viisist, kuidas Grahami sõnumit tõlgendatakse: kas tema kirjeldatud kaine ja kaalutletud investeerimisviis on seotud enam börsikäitumise arendamise või eneseharimisega (õigupoolest Wall Streeti kahjulikest arusaamadest lahti murdmisega). Tõlkimise jooksul olin veendunud vaheldumisi kord ühes ning seejärel teises tõlgenduses. Lõplik võti peitus aga „The Intelligent Investor“ 1949. aastal avaldatud esimese köite sissejuhatuses: „The word „intelligent“ in our title will be used throughout the book in its common dictionary sense as meaning „endowed with the capacity for knowledge and understanding.“ It will not be taken to mean „smart“ or „shrewd“, or gifted with unusual foresight or insight. Actually the intelligence here presupposed is a trait more of the character than of the brain.“ (Graham 1949: 4) Millegipärast on autor selle vajaliku definitsiooni hilisematest köidetest välja jätnud. Nagu näitab Grahami viimane lause, peab autor äsja arutatud tähenduste järgi otsustades silmas arukust, sest just see sõna on seotud rohkem isiksuse ja käitumisviisi kui ajutööga. Järelikult on õigem määrata sihtteksti pealkirjaks „Arukas investor“. Tähenduslik täpsus kaalub üles ka kaks vähemtähtsat „intelligentse investor“ kasuks rääkivat tegurit: häälikukordus (**int**elligentne **in**vestor) ja äratuntavus. Viimane on kergesti vaidlustatav, sest eesti lugeja, kes on tuttav raamatuga originaalpealkirja järgi, teab tõenäoliselt ka selle autorit ning tunneb seetõttu kahtlemata ära, millise teose tõlkega on tegemist.

### 3.2.2 Kujundlikud terminid ja väljendid

Peter Newmarki sõnul on tõlkimisel keskne üldprobleem sobiva tõlkemeetodi valik, ent kõige olulisem konkreetne probleem on tema hinnangul metafooride tõlkimine (Newmark 1988: 104). Tema väide ei puuduta ainult ilukirjandust, vaid mis tahes teksti, kus keele ulatuslik seostumisvõime avaldub. Antud lähtetekstis esines metafoorsust nii Benjamin Grahmi kuivemas akadeemilises kirjapruugis kui Jason Zweigi otsesõnalises ja emotsionaalses väljenduses. Newmarki käsituse järgi tuleb metafoori analüüsimisel ja tõlkimisel esmalt otsustada, kui palju tähtsust peaks taolisele ristuvate tähendusväljadega väljendile omistama, ning seejärel tuvastada, kas tähendus on positiivne või negatiivne, denotatiivne (definiitsiooni järgiv) või konnotatiivne (tundmuslik) (Newmark 1988: 105). Kuna metafoor ei pruugi alati olla hinnanguline (nagu näha siinsetes näidetes), tuleks nimetatud kategooriatesse lisada ka võimalus, et tähendus on neutraalne.

Järgnevalt reastan „The Intelligent Investor“ tõlkimise käigus enim probleeme valmistanud metafoorid ning selgitan nende tõlkelahendusi.

#### *Bootstrap operation*

„Hence the greater part of the impressive market record for that period was based on a change in investors' and speculators' attitudes rather than in underlying corporate values. To that extent it might well be called a “ <b>bootstrap operation</b> ”.” (Graham 2006: 27)	„Järelikult põhines suurem osa selle ajavahemiku muljetavaldavast turuliikumisest investorite ja kauplejate suhtumise muutusel, mitte ettevõtete väärtuse kasvul. Võib seega öelda, et börs tõmbas end tollal „ <b>saapapaelu pidi püsti</b> “.“
---	--

See konnotatiivne fraas pärineb kahtlemata idioomist „*to pull oneself up by his/her bootstraps*”. Tänapäeval kasutatakse sõnaühendit „*bootstrap operation*“ või lühemat terminit „*bootstrapping*” peamiselt infotehnoloogias, kuid Brigham Youngi ülikooli COCA-korpust (COCA) rakendades on võimalik leida ka neli kasutuskorda aastatest 1990-1995, mil fraasi

„bootstrap operation“ tarvitati ühel juhul sotsiaalteaduslikus uurimistöös ja kolmel juhul meedias. Seega, kuna tegemist on mitmes valdkonnas ja stiilis kasutatava väljendiga, siis ei saa ka selle tõlkimisel toetuda ühelegi kindlale definitsioonile, vaid tuleks keskenduda üldise piltliku sisu edasiandmisele. Vahest kõige lihtsam viis oleks kasutada kodustavat tõlget, ent samalaadset idioomi eesti keeles nähtavasti ei leidu. Otsustasin siinkohal otsesõnalise tõlke kasuks, sest fraasis esitatav kujutluspilt ei vaja kultuurilisi eelteadmisi ning on seega ka inglise keelt mitte tundvale eesti lugejale piisavalt selge ja tabav. Tarvis oli lisada vaid täpsustav sõna „börs“, kuna (nagu näha sellele eelnevas lauses) vastasel juhul võib jääda arusaamatuks, kas „püstitõmbaja(d)“ olid ettevõtted või investorid või spekulandid.

### **Moat**

„The company has a wide <b>“moat”</b> or competitive advantage.“ (Graham 2006: 304)	<b>„Tõlkija märkus:</b> autor kasutab siin Warren Buffetti loodud terminit „moat“, mis kirjeldab piltlikult moel ettevõtte väljakujunenud ja püsivat eelist oma konkurentide ees“
---	---

Probleemi põhjustab siin sõna „moat“ spetsiifilisus ja uudsus. Selle looja on investeerimismaailma suurkuju Warren Buffett, kes kirjeldab vallikraavi metafoori abil sageli kindlat, jätkusuutlikku konkurentsieelist. „Tahan väärtuslikku lossi. Ning ma tahan, et seda juhtiv hertsog oleks aus, töökas ja võimekas. Ja ma tahan, et selle lossi ümber oleks suur vallikraav,“ – nõnda on Buffett kirjeldanud ideaalseid ettevõtteid, mida ta börsilt otsib (Buffett 1998). Eesti majanduskeeles taolist kujundit ei kasutata. Sõna pole nähtavasti täielikult kinnistunud ka Ameerika terminoloogias – Zweig on selle ümber paigutanud ju jutumärgid. Sellegipoolest on termin kahtlemata vähemalt osale lähteteksti lugejaskonnast tuttav.

Esmapilgul näib, et lihtsaim lahendus oleks ärajättev tõlge, kuna lähtetekstis on piisav definitsioon justkui juba olemas (ehkki vajadusel saaks lisada ka täpsustuse: „Ettevõttel on **jätkusuutlik** konkurentsieelis.“). Paraku muudab olukorra keeruliseks sellele järgnev lause: „Like castles, some companies can easily be stormed by marauding competitors, while others are

almost impregnable.“ (Graham 2006: 304) Nagu näha, ei piirdu Zweig Buffetti kujundliku termini ühekordse kasutusega, vaid loob selle varal kaks paralleelset tähendusvälja, ehk pikendab metafoori. Paratamatult pole sõna „moat“ ärajätt seega enam võimalik.

Probleem on teisisõnu kahekülgne: esiteks, kuidas esitada sihttekstis sõna, millel puudub eesti keeles seos majandusteooriaga, kuid millest samas lähtub sellele järgnev kujundlik võrdlus, ning teiseks, kuidas eestindada järgneva lause kahetähenduslikke fraase, et nende topeltmõistetavus säiliks. Esimese mure lahendamiseks kasutasin ehk kõige kohmakamat, ent ka kõige otsekohesemat meetodit – lisasin tõlkija märkuse. Seeläbi on võimalik nõustuda lugejaga, et termini „vallikraav“ kasutamine taolises kontekstis on eesti keeles tõepoolest kummaline, kuid mainida sõna sellegipoolest, et järgmises lauses saaks metafooriga jätkata. Teises lauses annavad lahingu metafoori edasi väljendid „rännaku alla sattuma“ ja „alistama“: „Mõni ettevõtte võib sattuda linnuse kombel kergesti konkurentide rännaku alla, samas kui teine ettevõtte on pea alistamatu.“ Tõlkesse on lisatud ka vaevumärgatav kodustav element: sõna „castle“ tõlkevaste pole tekstis mitte loss ega kindlus, vaid linnus. Kokkuvõttes ei mõjuta see metafoori tajumist ilmselt ei kasulikult ega kahjulikult, aga imiteerib teataval määral Jason Zweigi sõnatäpsust.

### „Thirty tyrants“

„But who would have been so rash as to predict in 1960 that what seemed like a miscellaneous assortment of all sorts of common stocks would definitely outperform that aristocratic <b>„thirty tyrants“</b> ?“ (Graham 2006: 28)	„Kuid kes oleks julgenud 1960. aastal arvata, et pealtnäha seosetu kogum mitmesuguseid lihtaktsiaid suudab kindlalt edestada Dow Jonesi aristokraatiat, neid <b>nn kolmekümmet türanni</b> ?“
--	---

See Dow Jonesi indeksit tähistav metonüüm pole Jason Zweigi omalooming, vaid viide perioodile Vana-Kreeka ajaloos, mil Ateenat valitses 30-meheline oligarhia. On kaheldav, et lähteteksti lugejad seda viidet märgata oskavad. Lause ja ümberütleva nimetuse tähendusest aru saamiseks pole aga tegelikult tarviski antud ajaloolist tööika tunda, sest Zweig ei loo siin tegelikult hinnangulist paralleeli Dow Jonesi tööstuskeskmisesse kuuluvate firmade ja Ateenat juhtinud türannide vahel. Pigem väljendab ta Dow Jonesi indeksi juhtivrolli aktsiabörsil ning

kasutab negatiivse tähendusega sõna „türann“ humoorika liialdusena. Seetõttu pole ka tõlkes vaja Vana-Kreeka konteksti selgitada ega rõhutada. Teisest küljest pole õigustatud ka sõnapaari täielik ärajätt, sest see kahandaks Zweigi väljenduse värvikust. Tõsi, sihttekstis tuleb siiski loobuda jutumärkidest ning eelistada fraasi „niinimetatud“ või „nii-öelda“. Vastasel juhul võib väljend „kolmkümmend türanni“ mõjuda iroonitsevalt, lausa halvustavalt.

Väljendi tõlkimisel ilmneb aga teinegi võimalik probleem: eesti lugeja – ka börsiga juba varem kokku puutunud inimene – ei pruugi teada, et Dow Jonesi indeks hõlmab 30 ettevõtet, mistõttu metonüüm võib (vähemalt esialgu) jääda mõistetamatuks. Taolist arusaamatust on lihtne vältida: indeksi nimetus tuleb välja kirjutada.

### ***Worth his salt***

“(Any security analyst <b>worth his salt</b> could make up such a list.)” (Graham 2006: 28)	„Taolise nimekirja suudaks koostada iga <b>pädev</b> väärtpaberianalüütik.“
---	---

Ka sel Zweigi kasutatud konnotatiivselt idioomil on kaugele ajalukku ulatuv päritolu. Levinuim selgitus on, et väljend on alguse saanud faktist, et Vana-Rooma sõduritele maksti tasu soolas (mis oli tollal märksa hädavajalikum ja kallim) (Nix 2014). Erinevalt „kolmekümnest türannist“ on see fraseologism aga tavakeeles üldlevinud ning algsest seosest ammu irdunud. Nagu väljakujunenud idioomide puhul tavaline, pole ka antud juhul võimalik fraasi otsesõnaliselt tõlkida, sest väljend poleks eesti lugejale mõistetav.

Tõlketeadlase Anthony Pymi tõlkemeetodite tüpoloogiat rakendades oleks siin sobiv kasutada ühte järgmisest kahest meetodist: kultuuriline ülekanne (cultural correspondence) ja tihendamine/hõrendamine (*density change*). (Pym 2016: 3) Kultuuriline ülekanne (ehk kodustamine) on üldiselt ehk parim viis idioomide tõlkimiseks, sest see muudab sihtteksti lugeja jaoks värvikamaks. Paraku võib pisutki kohmakas sihtkeelne vaste tõlke soravust oluliselt kahjustada. Fraas „iga väärtpaberianalüütik, kes on oma palka väärt“ ja muud samalaadsed ümberütlevad variandid mõjuvad liiga tehislikult ning konarlikult. Seepärast tuleks tõlkes sedapuhku eelistada hõrendavat meetodit ning kasutada lihtsalt idioomi definitsiooni, sõna „pädev“. Sel viisil on väljendi tähendus selgelt ja põgusalt edasi antud.

### *Taurus the bull*

„I can't stand to see red in my profit-or-loss column,” Streisand shuddered in an interview with Fortune. „I'm <b>Taurus the bull</b> , so I react to red. If I see red, I sell my stocks quickly.” (Graham 2006: 39)	„Ma ei talu punast oma kasumi-kahjumi tabelis,” tunnistas Streisand majandusajakirjale Fortune antud intervjuus. „Ma olen <b>Sõnni tähtkujust börsipull</b> , nii et ma reageerin punasele. Kui näen punast, müün oma aktsiad kiiresti ära.”
---	--

See Zweigi esitatud tsitaat tõestas, et tõlkija peab alati olema valmis mis tahes teemaga toime tulema. Antud juhul oli tarvis ära tunda Sõnni tähtkuju ingliskeelne nimetus (*Taurus*) ning veenduda (võimaliku eksimuse vältimiseks), et kõneleja peab kindlasti silmas tähemärki, mitte ei viita näiteks mõnele mütoloogilisele olevusele. Põgusa otsingu tulemusel selgub, et muusik ja näitleja Barbra Streisand on tõepoolest sündinud 24. aprillil, ehk Sõnni tähtkujus. Siinses tsitaadis loob Streisand järelikult paralleeli nimetatud tähemärgi ja börsil sageli kasutatava „pulli“ termini vahel, mis tähistab kauplejaid, kes eeldavad aktsiate kasvu (vastandina kasutatakse nimetust „karu“). Selguse nimel tuli väljendi tõlkimisel kokkuvõttes täiendada mõlemat sõna: täpsustada, et Streisand peab silmas just tähtkuju ning kindlat börsitermit.

### *Hype the daylights out*

„In the mid-1990s, the Motley Fool website (and several books) <b>hyped the daylights out</b> of a technique called „The Foolish Four“.” (Graham 2006: 44)	„Üheksakümnendate keskel <b>propageerisid</b> veebileht Motley Fool ja mitmed raamatud <b>katkematult</b> meetodit nimega „The Foolish Four“ („Rumal nelik“).“
--	--

Nagu aimata võib, pärineb see kõnekeelne hüperbool taaskord Jason Zweigi sulest. Õigupoolest on Zweig kohandanud kõnekeelset idioomi „*scare/beat the (living) daylights out*“, kus sõna „*daylights*“ viitab inimese silmadele. Seda tähendust tõlkimisel aga rakendada ei saa, sest

investeeringismeetodit pole võimalik „pimestada“ ega – slängi kasutades – „pildituks teha“.

Lisaks põhjustab probleeme tegusõna „hype“, mille eestistatud vaste „haipima“ on liiga argikeelne ning ei sobi ülejäänud teksti poolformaalse stiiliga. Kasutusel on ka kodustavad tõlkevariandid „üles kiitma“, „üles puhuma“, „kiidulaulu laulma“, kuid nende puhul on takistuseks just järgnev liialdav idioom. Leidsin, et parim lahendus on sõna „propageerima“, millel on ligikaudu sama tähendus kui eelmistel näidetel, ent mis iseloomustab Motley Fooli tegevust pisut paremini, sest annab praktilisema varjundi – poolehoidjaid taotlevalt midagi selgitama v. tutvustama (EKSS) – kui eelnevad kujundlikud väljendid. Sellegipoolest on raske leida samavõrd tabavat, aga mitte liiga argikeelset vastet Zweigi fraasi teisele osale. Otsustasin kasutada tõlkelahendust, mis asub hõrendamise ja teksti kohandamise (*text tailoring*) (Pym 2016: 3) piiril ning asendasin Zweigi humoorika idioomi neutraalse sõnaga „katkematult“, loobudes seega täielikult mängulisusest, et anda edasi vähemalt fraasi peamine mõte.

### ***Hype-o-chondriacs***

„And some firms are hype-o-chondriacs, constantly spewing forth press releases boasting of temporary, trivial, or hypothetical „opportunities“.“ (Graham 2006: 307)	„Mõned firmad on aga <b>reklaamikärast sõltuvuses</b> , andes pidevalt välja pressiteateid ajutiste, tühiste ja oletatavate „võimaluste“ kohta.“
---	--

Siin annab Jason Zweig sarkastilise kalambuuriga taas võimaluse leida sõnale „hype“ antud konteksti sobiv tõlkevaste. Seekord kasutab ta aga selle nimisõnalist vormi, mis teeb sünonüümide valiku hulga laiemaks. Lisaks lubab lähteteksti loomingulisus ja selge hinnangulisus ka tõlkeprobleemi vabamal moel lahendada. Tõsi, sõnamängu ja sellega kaasnevat huumorit pole siiski võimalik täiel määral säilitada.

Leidsin, et „hype“ vasteks sobib hukkamõistva, kuid ühtlasi pisut lõbusa varjundiga liitsõna „reklaamikära“ ning võtsin „hüpohondria“ lihtsustavalt kokku kui sõltuvuse. Reklaam on küll ehk kitsama tähendusega sõna kui „hype“, sest viitab enamasti kindlale turundusmeetodile (paber-, tele-, raadio-, internetireklaam), kuid kuna selle lause põhirõhk lasub pressiteadetal, siis on taoline vaevuaimatav tähendusnihe andestatav.

### *Looked at through a fog*

„Until objective, quantitative, and reasonably reliable tests of managerial competence are advised and applied, this factor will continue to be <b>looked at through a fog</b> .“ (Graham 2006: 293)	„Seni, kuni loodud ja rakendatud pole objektiivseid, mõõdetavaid ja piisavalt usaldusväärseid näitajaid, mille alusel juhtkonna pädevust hinnata, on tegemist üsna <b>häguse</b> teguriga.“
--	---

See Benjamin Grahami konnotatiivne metafoor mõjub tema vaoshoitud stiilis küllaltki ilukirjanduslikult, modernistlikult. Samal moel tajutav oleks esmapilgul ka eestikeelne otsetõlge. Tegelikult on selle lauseosa konstruktsiooni aga pea võimatu sujuvalt eesti keele süntaksisse ja grammatikasse ümber kanda. Loetavuse huvides oli mõistlikum rakendada tõlkemeetodit, mida Anthony Pym nimetab vaatepunkti muutmiseks (*perspective change*) ning mis võimaldab nihutada sõna või fraasi perspektiivi ning kohandada vaatepunkti aktiivseks või passiivseks (Pym 2016: 3). Praegusel puhul muutsin tegevuse (läbi udu vaatamise) ümber omaduseks (hägus).

### *Bulimics-firms*

„Watch out for corporate <b>bulimics-firms</b> – firms that wolf down big acquisitions, only to end up <b>vomiting</b> them back out. Lucent, Mattel, Quaker Oats, and Tyco International are among the companies that have had to <b>disgorge acquisitions at sickening losses</b> .“ (Graham 2006: 303)	„Hoidke eemale <b>buliimilistest firmadest</b> , mis ahmivad endasse suuri ettevõtteid ja <b>ajavad need</b> peagi jälle <b>välja</b> . Lucent, Mattel, Quaker Oats ja Tyco International on sellised firmad, mis on pidanud ühinenud ettevõtetest kohutavate kahjudega loobuma.“
---	---

Erinevalt eelkirjeldatud „vallikraavi“ probleemist pole nüüd takistuseks mitte selle pika metafoori mõne osa tõlkimatus, vaid just kujundi lihtsus, suur väljendusrikkus ja otseütlevus. Zweigi võrdluse grotesksus muudab selle kahtlemata väga meeldejäävaks ning aitab lugeja



tähelepanu hoida, kuid metafoori tõlkimisel tekib sellegipoolest tõrge. Probleem on üsna sarnane magistritöö alapeatükis „Stiil“ arutatud väljendi „*pants on fire*“ tõlkimisele, kus prioriteediks tuli seada sihtteksti oodatav vastuvõtt. Buliimia metafoori pole muidugi võimalik – ega põhjust – eemaldada, kuid leian, et sõna „oksendama“ kasutamine mõjub eestikeelses sihttekstis liigagi groteskselt ja irdub tõlke poolametlikust stiilist. Seetõttu mahendasin väljendust pisut ning kasutasin esimeses lauses ümberütlevat fraasi „välja ajama“.

Paraku kordub sama kujund ka järgmise lause väljendis „*disgorge acquisitions*“. Eestikeelse fraasi uuesti rakendamine pole sõnakorduse tõttu aga enam võimalik ning sarnase mahendava sünonüümi loomine on keeruline. Lisaks on takistuseks sõnapaar „*sickening losses*“, millele tolles kontekstis head vastet nähtavasti ei leidugi. Fraas „südantpööritavad kaotused“ oleks liiga poeetiline ja samas ka mitte piisavalt hinnanguline. Järelikult näib metafoori katkestamine olevat ainus kindel lahendus.

### ***Johnny-One-Note***

„The company is a <b>Johnny-One-Note</b> , relying on one customer (or a handful) for most of its revenues.“ (Graham 2006: 304)	„Ettevõtte tulud sõltuvad suures osas kõigest ühest kliendist (või käputäiest klientidest).“
---	--

See Jason Zweigi tabav viide pärineb seekord antiikajaloo asemel hoopis 1937. aasta muusikalist. Laul „Johnny-One-Note“ räägib, nagu nimigi ütleb, artistist, kes suudab laulda vaid ühte nooti. Tuletatud väljend pole aga siiski Zweigi osav leid, vaid on ka tegelikult tavakeeles kasutusel. Ameerika kirja- ja kõnekeelt koondavas korpuses Corpus of Contemporary American English (COCA) on saadaval kolm näidet aastatest 1990-2010, mis fraasi tolle tuletatud tähenduses kasutavad.

Sobivaim tõkelahendus oleks taas kultuuriline ülekanne ehk kodustamine, ent eesti keeles sama tähendusega metonüümi välja kujunenud ei ole. Ligikaudu sama mõte oleks ehk slängilikul fraasil „ühe teema firma“, kuid see võib põhjustada väärmõistmist, sest väljendis pole selge, kas sõna „teema“ on seotud ettevõtte tegevuse või klientidega. Lisaks muudaks taoline konstruktsioon lause üsna kohmakaks: „Ettevõtte on ühe teema firma“. Samuti on kaheldav, kas

selline kõnekeelsus teksti stiiliga sobib. Seega tuleb kahjuks ohverdada lähtelause loov element ning väljend tõlkimisel täielikult ära jätta.

### 3.2.3 Üldised börsiterminid

Benjamin Grahami „The Intelligent Investorit” tõlkides võis tõdeda, et eestikeelsed investeerimisega seotud majandusterminid on esmapilgul küllaltki hästi koondatud ja kiiresti leitavad. Sageli piisas vastuse leidmiseks LHV koostatud digitaalsest investeerimisõpikust (Investeerimisõpik), finantsinspektsiooni portaalist Minuraha ja Euroopa Liidu õigustekstide tõlkeid koondavast andmebaasist EUR-Lex ning terminibaasist IATE. Süvenenuma uurimise ja keerulisemate terminite tõlkimise käigus selgus aga peagi, et eesti börsiterminoloogias esineb siiski puudujääke. Tähelepanuväärne on just tõik, et kohalik investeerimissõnavara on mõnel juhul täiesti ühtlustamata. See on mõistetav, võttes arvesse valdkonna spetsiifilisust, kuid muudab raskeks sobiva tõlkevaste leidmise. Nagu järgmistes näidetes näha, tekib konflikt üldkasutatavate ning grammatiliselt ja tähenduslikult etemate variantide vahel. Selle konflikti taga on enamjaolt praktikute ning keelekorraldajate ja tõlkespetsialistide vähene kontakt.

Vaatame näiteks eelnimetatud „Investeerimisõpikut“. Kuna see digitaalne õpik on tõenäoliselt kõige lihtsamini leitav ja loetav investeerimist puudutav eestikeelne allikas internetis, siis on see ka enamiku alustavate investorite lähtepunkt väärtpaberite sõnavarra sisenemisel. Uurisin LHV pangast, millistele allikatele õpiku koostamisel toetutud on. LHV maaklerteenuste juhi Alo Vallikivi sõnul on digitaalne teos kollektiivne looming, mis koondab erinevate LHV-s töötanud inimeste tekste. Selles on lõike Rain Lõhmuse ja Kaur Kenderi kahasse kirjutatud raamatust „Raha“ (2002), optsioonidega seotud terminid pärinevad praktikute Tõnis Haaveli ja Tõnno Vähi sulest, valuutaturu ja hinnavahelepingu osad on tõlkinud Risto Sverdlik. Lisaks on teksti koostanud ja selle tarbeks muid allikaid tõlkinud Vallikivi ise ja endine maakler Ragnar Plees. Nagu näha, pole koostajate seas ühtegi tõlkija- või filoloogiaharidusega inimest. Allikatena nimetas Vallikivi Tallinna börsi tellimusel valminud raamatud „Investeerimise teejuht“ (2007) ja „Väärtpaberite teejuht“ (2008). Need teosed on küll pea

kümme aastat vanad, kuid toimetaja osaluse tõttu ehk pisut usaldusväärsemad. Paraku ei sisalda need aga siinses magistritöös analüüsitud probleemseid termineid, seega pole kasu ka nende raamatute allikakriitilisest analüüsist.

Taolises olukorras näib, et probleemsete investeerimis- ja börsiterminite tõlkelahenduste leidmisel tuleb kaaluda võrdselt kõiki olemasolevaid variante. Kindlat autoriteetset allikat paraku hetkel olemas pole.

### **Bearish**

*„Small investors bearish, they are selling odd-lots short“ (Graham 2006: 19)*

Põhjus, miks olen antud tõlkeprobleemi liigitanud börsiterminite kategooriasse, mitte kujundlike väljendite sekka, seisneb selles, et kaasaegses kasutuses on sõnapaari „*bear market*“ konnotatiivne tähendus kadunud (ehk seos loomaga pole enam oluline). Tolle väljendi harilik eestikeelne vaste on „karuturg“, ent praegusel juhul pole tarvis arutleda, kas toortõlge on õigustatud, vaid leida sobiv vaste algterminist tuletatud omadussõnale. Ainus võimalik lahendus näis olevat defineeriv tõlge. Karuturg on turgu valitsev meeleolu, mille puhul eeldatakse, et börs edaspidi langeb ning asutakse seepärast oma aktsiaid müüma. Antud lauses räägitakse konkreetselt lühikeseks müümisest, seega tasub kasutada aktiivset tegusõna „panustama“ (mis väljendab ka teguviisi spekulatiivsust): „Väikeinvestorid panustavad langusele, müües osakoguseid lühikeseks.“

### ***Speculation***

*„Two paragraphs should be added about stock **speculation** per se, as distinguished from the speculative component now inherent in most representative common stocks.“ (Graham 2006: 20)*

Põhimõtteliselt on võõrsõna „spekuleerimine“ kasutamine investeerimisraamatus igati vastuvõetav – eriti teoreetilises kontekstis. Börsi tavakeeles nimetatakse aktiivset tegutsemist aktsiaturul aga pigem kauplemiseks. Näiteks kutsutakse sageli lühiajalisi tehinguid tegevaid inimesi päevakauplejateks. Et lugejal oleks kindel seos kahe termini vahel, lisasin sihtteksti defineeriva ülemineku: „Peaksime järgmises kahes lõigus rääkima lisaks ka otsesest aktsiatega

spekuleerimisest ehk kauplemisest...“. Sel moel oli edaspidi võimalik vältida ka liigseid tüvekordusi, kui samas lauses esinesid sõnad „speculation“ ja „speculative factor“. Samuti võib väita, et omakeelse termini kasutamine annab peatükkide sisule ehk veidi praktilisema tähendusvarjundi, sest kauplemine on tavakasutuses märksa harilikum tegevus kui spekulatsioon.

Lisaks tuleks vaadata lähemalt ka sõna „speculator“ tõlkevariante „spekulant“ ning „spekuleerija“. Esimene neist on kahtlemata tunduvalt rohkem levinud, seda nii üldkeeles kui näiteks kohalikus börsiajakirjanduses: „Kui sa oleksid ostnud 1997. aastal Amazon.com-i aktsiat, mille hind oli siis 1,50 dollarit, kas sa oleksid spekulant?“ (Kraun 2016). Paraku ei saa siin vaadata mööda sõna „spekulant“ üpris levinud negatiivsest varjundist. See konnotatsioon on nõnda sage, et on välja toodud isegi „Eesti keele seletavas sõnaraamatus“: „spekulatsiooniga tegeleja, **hangeldaja, sahkerdaja**“ (EKSS). Sõna negatiivne tähendus häiriks aga Grahami rahulikku sõnumit, et spekulatsioon pole midagi halba, kui seda ei aeta segi investimisega. Järelikult tuleks antud juhul kasutada neutraalsemat sõna. Leidsin, et sobivaim on sama tüve tegijanimeline vorm „spekuleerija“, millega kaasneb hulga vähem negatiivseid seoseid. Lisaks, erinevalt sõnadest „spekulant“ ja „kaupleja“ ei viita see ametile või tegevusalale, vaid võib tähistada ka pelgalt tegutsemislaadi.

### ***Dollar-cost averaging***

*„The third is the device of „dollar-cost averaging“, which means simply that the practitioner invests in common stocks the same number of dollars each month or each quarter.“* (Graham 2006: 29)

See investimisviis on olnud Ameerika väikeinvestorite seas juba kaua küllaltki laialt levinud. Võrreldes Grahami ajaga on toimunud aga üks oluline muutus: iga kuu või igas kvartalis ei osteta tänapäeval enamasti mitte enam lihtaktsiaid vaid pigem fondiosakuid, mille turuliikumine on tunduvalt stabiilsem ja etteaimatavam. Selle meetodi abil saavutatakse kokkuvõttes rahuldav keskmine ostuhind ning tagatakse oma portfellile pikaajaliselt turu keskmine tootlus, minimeerides ühtlasi riske. Õigupoolest polegi meetod vaid investorite pärusmaa: sama tegevusplaani toimub automaatsel moel ka näiteks pensionifondide osakute soetamisel. Pole

teada, millal antud investeerimismudelit Eestis laiemalt ja teadlikult rakendama asuti, ent populaarsuse on meetod saavutanud kahtlemata just lähiaastatel, mil kasvanud on investeerimishuviliste arv ja keskmise investori teadlikkus. Sellest hoolimata pole mudeli eestikeelset nimetust veel ühtlustatud ning kasutusel on paralleelselt mitu tõlkevarianti, näiteks „aktsiaostude hajutamine ajas“, „pideva ostmise strateegia“, „ostuhinna keskmistamine“, „ostude järjepidev hajutamine ajas“ jm. Nagu näha, on pea kõik tõlkevasted vältinud lähtekeelse fraasi otsetõlkelist ülekandmist ning keskendunud semantilise sisu võimalikult selgel viisil sõnastamisele. Nende tähenduslik täpsus on aga silmanähtavalt erinev. „Pideva ostmise strateegia“ väljendab küll aktsiate või osakute ostmise sagedust, ent mitte ostude korrapärasust ning eesmärki. Samasugused puudused on ka „aktsiaostude hajutamisel ajas“. Teisalt vihjab „hajutamine“ ehk pisut enam korrapärasusele, samas kui „pidev ostmine“ näib rõhutavat just ostude tegemise intensiivsust. Mõlemas variandis tekib täieliku ümbersõnastamise tõttu aga ka uus tähenduslik ähmasus: kummagi fraasi puhul pole arusaadav, et see investeerimismeetod seisneb just ühe ja sama aktsia või fondiosaku ostmises. „Pideva ostmise strateegia“ ja „aktsiaostude hajutamine ajas“ võivad hõlmata mis tahes koguses erinevaid väärtapabereid.

„Ostuhinna keskmistamine“ seevastu pühendub just meetodi eesmärgi selgitamisele ning sobib seetõttu nimetuseks hulga paremini kui eelmised. Muuhulgas on see variant kõige lähemal lähteterminile, sest loob omakeelse otseaste sõnale „*averaging*“ – „keskmistamine“.

Siin on huvitav tõdeda, et kõige autoriteetsemad digitaalselt saadaolevad allikad – SEB investeerimisteemaline kuukiri (Kuukiri 2015) ja LHV kodulehel olev „Investeerimisõpik“ (Investeerimisõpik) – kasutavad just nimetust „aktsiaostude hajutamine ajas“. Sellegipoolest lisatakse neis allikates nimetuse juurde aga ka ingliskeelne originaaltermin, mistõttu võib öelda, et tegemist on küll levinud, ent mitte veel kinnistunud kasutustavaga. Taolises olukorras on tõlkijal vabadus ja võimalus eelistada kõige täpsema tähendusliku ülesehitusega varianti ning suunata seeläbi ka üldist terminikasutust.

Põhjalikuma ülevaate saamiseks uurisin lisaks teisigi kohalikke ja tõlgitud investeerimisraamatuid. Võib öelda, et antud meetodi kirjeldamine on eestikeelses investeerimiskirjanduses üpris haruldane. Üks teos, mis seda siiski põgusalt tutvustab, on Seppo Saario „Kuidas ma investeerin börsiaktiasiatesse“. Raamatu tõlkija on otsustanud aga sootuks teise

tõkelahenduse kasuks: „Selle *dollar-cost-averaging*-meetodiga väljendatakse suhtumist, et börsiaksiade väärtus pikema perioodil kasvab.“ (Saario 2016: 75) Leian, et taoline eestindusviis on liiga kohmakas ja keeruline ning ei aita kaasa kohaliku investeerimissõnavara ja -kirjanduse arengule.

### ***Owner earnings***

„*Warren Buffett has popularized the term of owner earnings, or net income plus amortization and depreciation, minus normal capital expenditures.*“ (Graham 2006: 308)

Nagu ütleb ka Jason Zweigi tutvustus, on tegemist taaskord tunnustatud suurinvestori Warren Buffetti loodud terminiga. „Ettevõtete majandusaasta konsolideeritud aruannetes taolist näitajat muidugi ei leia, kuid seda tunnevad hästi kõik Buffetti järgijad ning seda kasutavad tema investeerimismeetodi põhjal loodud digitaalsed algoritmid. Huvitavaks teeb selle termini asjaolu, et samale määratlusele – netotulu, millele on liidetud amortisatsioon ja põhivara väärtuse langus ning tavaline (negatiivse väärtusega) kapitalikulu – vastab esmapilgul ka teine termin – vaba rahakäive (*free cash flow*). Põhjalikum analüüs toob aga välja, et kaht terminit eristab siiski paar väikest, ent pikaajalises vaates olulise mõjuga erinevust. Olulisim neist on viis, kuidas kaks näitajat käsitlevad kapitalikulu. Vaba rahakäive arvutab kapitalikulu nii, nagu oleks see ettevõtte tuludelt ühekordselt maha arvestatav summa, *owner earnings* püüab aga näha ka tulevasi (korduvaid) kulusid. (Ponzio 2008: 13)

Käsitletava termini tõlkimisel tuleb kindlasti vältida sõnapaari otsetähenduslikku eestindamist, sest „omanikutulul“ on eesti majandusterminoloogia juba väljakujunenud, dividendi tähendus. Vale on kasutada ka sõnu „kasum“ ja „käive“: kasum on „summa, mille võrra tulud ületavad kulusid“ (EKSS), kuid *owner earnings* hõlmab vaid netotulu ja mõningaid pikaajalisi kulusid; käive on aga liiga üldise tähendusega, sest hõlmab kogu „ettevõttest läbi käinud hüviste v. raha“ hulka (EKSS). Seetõttu pole paraku võimalik sõna „tulu“ tegelikult asendada, samuti ei leidu eesti keeles piisavalt selge tähendusega alternatiivi sõnale „omanik“. Selleks, et tõlgitud termin oleks eristatav „omanikutulust“ ehk dividendidest, kohandasin esimese sõna käänat ja lisasin täpsustava täiendi „suhtarv“: „Warren Buffett on populariseerinud näitajat omanike tulu suhtarv (*owner earnings*), ehk netotulu, millele on liidetud amortisatsioon

ja põhivara väärtuse langus ning tavaline (negatiivse väärtusega) kapitalikulu.“

### ***Short selling***

*„And selling short a too popular and therefore overvalued issue is apt to be a test not only of one's courage and stamina but also of the depth of one's pocketbook.“* (Graham 2006: 32)

Erinevalt eelnevatest näidetest ei seisne selle üldlevinud börsitermini tõlkimise probleemsus mitte usaldusväärsete eestikeelsete allikate vähesuses, vaid hoopis olemasolevate sõnastike ja tõlkesoovituste vastuolulisuses. Nimelt kasutatakse termini „*short-selling*“ vastena enamasti sõnapaari „lühikeseks müük“. Eesti Keele Instituudi koostatud „Ametniku soovitussonastik“ (AMSS) soovitab seda fraasi aga üldse vältida, pakkudes välja alternatiivid katteta müük, tühimüük, blankomüük ja ettemüük. EKI selgitus – et „lühikeseks müük“ on „ebaselge toortõlge inglise keelest“ (AMSS) – on igati põhjendatud. Tõepoolest, „lühikeseks müümine“ on väljendina üsna läbipaistmatu, sest see ei sisalda metafoorset tähendust ega viita ühelegi muule, levinumale sõnale või fraasile. (Tõele au andes on samasugune kriitika pädev ka originaalterminiga.) Kuid veelgi olulisem on tõik, et väljend lihtsalt ei ühildu eesti keele grammatilise tavaga: tegusõnale „müüma“ järgneb fraasis küsimus „milliseks?“.

Hoolimata neist tõsistest sõnaehituslikest puudustest võib samas aga väita, et „lühikeseks müük“ on tänapäeval juba tugevalt kinnistunud termin. Selle asendamine etema vastega nõuaks suure hulga börsipraktikute ja -teoreetikute „ümberõpetamist“. Lisaks pole teised sõnastikud sugugi EKI-ga sama meelt: Euroopa Liidu terminoloogiat ühendav Inter-Active Terminology for Europe (IATE) pakub termini „*short selling*“ eestikeelse tõlkena vaid juba tuttavat sõnaühendit „lühikeseks müük“. Tuleks lisada, et väljend pole sealjuures passiivselt terminibaasis, vaid ka tegelikult Euroopa Liidu õigus- ja majanduskeeles kasutusel. Näiteks on Euroopa Liidu Nõukogu töörühma „The Working Party on Financial Services (Short selling)“ nimetuse eestindus „Finantsteenuste töörühm (lühikeseks müük)“.

Loomulikult ei pea investeerimisest kõnelev aimekirjandus tegelikult olema vastavuses Euroopa Liidu terminoloogiaga. Seepärast võtsin parema ülevaate saamiseks ühendust ka Eestis tegutsevate pankade spetsialistidega. SEB panga vastuses selgitati, et „lühikeseks müük“ on

„ülimalt levinud, teised [variandid] palju vähem“. LHV maaklertegevuse juht Alo Vallikivi leidis aga kategooriliselt, et „lühikeseks müük“ on ainuõige variant, lisades: „panganduses ei ole ükski teine termin kasutuses/tuntud“. Sama seisukohta jagati ka Swedbanki vastuses. Järelikult pole ka siinses tõlkes võimalik kinnistunud terminit eirata. Nagu märkisin alapeatükis „Tõlkimise eripärad“, ei ole „The Intelligent Investor“ mõeldud inimestele, kel põhilised väärtpaberiturgu puudutavad eelteadmised puuduvad. Tõlkimisel tuleb aga kindlasti arvestada, et isegi eeldatav edasijõudnud lugeja valdab tõenäoliselt pigem terminite üldkasutatavaid versioone. „Ametniku soovitusõnastiku“ pakutud variandid pärinevad Eesti Keele Instituudi teatel majandusteadlase Uno Mereste 2003. aastal välja antud „Majandusleksikonist“. Pole kahtlust, et Mereste leitud sõnad on nii grammatika kui selguse seisukohalt hulga paremad kui „lühikeseks müük“, ent paraku pole need suutnud aastate jooksul nõnda tõhusalt levida kui toortõlge. „Arukas investoris“ lahendasin selle kahetsusväärse olukorra kompromissiga ning täiendasin pisut Jason Zweigi rea-alust kommentaari: „Aktsia katteta müügi või „lühikeseks müümise“ korral panustatakse selle hinna langusele.“ Sel viisil kohtab lugeja vähemalt üht Mereste pakutud variantidest ning näeb ka ehk selle eelist harilikku „lühikeseks müümise“ ees.

### ***Option overhang***

*„By looking in the annual report for the mandatory footnote about stock options, you can see how large the „option overhang“ is.“ (Graham 2006: 306)*

„Option overhang“ on termin, mida USA börsifirmade 10-K tabelites ehk majandusaasta aruannetes tegelikult ei leidu. See suhtarv, millele pööravad eelkõige tähelepanu just institutsionaalsed investorid, näitab protsentides, kui suur on börsiettevõtete töötajatele juba välja antud ning veel varuks olevate optsioonide osakaal võrreldes kõigi aktsiate hulgaga (Gibbs ja Weisser 2002). Protsent on oluline, sest näitab, kui suure arvu aktsiate vahel ettevõtte kasum tegelikult viimaks jaotub.

Paraku on antud näitaja niivõrd spetsiifiline, et seda ei esine kohalike väikeinvestorite kõnepruugis, ajakirjanduses ega ka eelnimetatud õpikutes („Investeermise teejuht“ ning „Väärtpaberite teejuht“). Suhtarvu võõrkeelset nimetust ei leidu isegi Euroopa Liidu terminibaasides (IATE, EuroVoc). Sobiva vaste otsinguil küsisin taaskord nõu ka Eesti pankade



esindajatelt, kuid paistab, et antud näitajaga ei puutu kokku needki asutused. Samas andis väljakujunenud eestikeelse termini puudumine tõlkimisel vabad käed ning võimaldas keskenduda rohkem selgusele ja lugejasõbralikkusele.

Kuna eesti lugejal selle näitaja kohta eelteadmisi tõenäoliselt pole, siis leidsin, et õigeim tõlkelahendus on termini sootuks tõlkimata jätmine. Seda lubab nii lähtelause konstruktsioon kui uudne kontekst. Lugeja harimise eesmärgil kirjutasin sõnapaari tähenduse lihtsalt selgitavalt lahti: „Kui otsite aastaaruandest välja kohustusliku allmärkuse aktsiaoptsioonide kohta, siis leiate näitaja „*option overhang*“, mis näitab optsioonide osakaalu võrreldes aktsiate koguhulgaga.“ Tõlkelause on teisisõnu kui sissejuhatus, mis suunab lugejat huvi korral terminit lähemalt uurima.

### 3.2.4 USA-kesksed börsiterminid

#### *High-grade bonds*

„*We recommended that the investor divide his holdings between **high-grade bonds** and leading common stocks...*“ (Graham 2006: 22)

See Benjamin Grahmi kasutatud termin tähistab võlakirju, millele reitinguagentuurid (Standard & Poor's, Moody's jt) on määranud kõrge hinde. Mida kõrgem on hinne, seda madalamaks peetakse riskitaset. Krediidituruga juba pisutki kokku puutunud eesti lugejatele on see kontseptsioon kindlasti tuttav, ent võlakirjade puhul Eestis tavaliselt hinnetest ei räägita. Pigem kasutatakse madala riskitasemega võlakirjade kohta üldist nimetust „investeerimisjärgu võlakirjad“ (Võrklaev 2008: 47).

Samas pole ka vale nimetada kõrge reitinguga ettevõtete väljastatud võlakirju lihtsalt „madala riskitasemega võlakirjadeks“: „1965. aastal võis investor teenida ligi 4,5% maksustatavate **investeerimisjärgu** võlakirjadega ja 3,25% maksuvabade **madala riskitasemega** võlakirjadega.“ Väljendi „first-grade bond“ (Graham 2006: 23) otsustasin tõlkida siiski nõnda, et oleks mainitud ka reitingu tähendus: „Põhimuutus võrreldes 1964. aastaga on

olnud kõrgeima reitinguga võlakirjade intressimäärade tõus rekordtasemele.“ Sel moel on võimalik vältida sõnakordust ning luua lugejale korraiski kontakt rahvusvahelise võlakirjaturu kontekstiga.

### **US saving bonds**

*„On the other hand, if he had confined his bond-type investments to **U.S. savings bonds**, short-term corporate issues, or savings accounts...” (Graham 2006: 24)*

Nagu nimetusestki aimdub, väljastab antud tüüpi võlakirja Ameerika Ühendriikide valitsus. See Franklin D. Roosevelti loodud riiklik väärtpaber on üks mitmetest USA rahandusministeeriumi (Department of the Treasury) emiteeritavatest võlakirjadest. Selle eesmärk on pakkuda USA kodanikele võimalus oma sääste turvaliselt koguda. Lisaks rahastati selle võlainstrumendi abil Teise maailmasõja aegseid suuri kulutusi. (TreasuryDirect 2012)

Kuna kirjeldatud võlakiri on tõepoolest kättesaadav vaid Ühendriikide kodanikele, pole ka tõlkes tarvis luua täpset ja püsivat vastet. Pigem tuleks selle väärtpaberi olemus põgusalt lahti seletada: „Samas, kui investor oleks piirdunud USA rahandusministeeriumi nn hoiuvõlakirjadega (*U.S. savings bonds*), mis võimaldavad kodanikel turvalisest sääste koguda, või ettevõtete lühiajaliste võlakirjadega või paigutanud raha hoiukontole [...]”

Siin võib muidugi väita, et vastuvõetav oleks ka üldistav tõkelahendus – „riiklik võlakiri” – kuid selle vastu räägib tõsiasi, et riiklikud võlakirjad on nii Ühendriikide siseselt kui ka muu maailmaga võrreldes üsna erineva riskitasemega, mistõttu pole ka terminil piisavalt kindlat tähendust.

### **Common trust fund; commingled fund**

*„He might also utilize one of the „**common trust funds**“, or „**commingled funds**“, operated by trust companies and banks in many states...” (Graham 2006: 29)*

Ameerika suurpanga Wells Fargo kodulehel esitatud definitsiooni järgi on „*common trust fund*” panga investeerimistööde, mis ühendab usaldusisikute (*fiduciary client*) vara ja investeerib selle aktsiatest, võlakirjadest ja muudest väärtpaberitest koosnevasse hajutatud portfelli (Wells Fargo

2015). „*Commingled fund*“ on tänapäeval sageli aga pelgalt katusermin taolist tüüpi fondide kohta (Ülevaade 2014: 8). Ülaloodud lausest võib muidugi eeldada, et see tähendus on ajas muutunud, sest Graham peab siin silmas konkreetset (ja „*common trust fundi*“ sarnast) fondivormi. Praeguste tõlke-eesmärkide seisukohalt pole täielik juriidiline täpsus aga oluline. Piisab teadmisest, et mõlemad nimetused tähistavad põhimõtteliselt üht kindlat investeerimisfondi tüüpi. Samas oleks vale kasutada lihtsalt sõna „investeerimisfond“, sest tolle termini harilik inglisekeelne vaste on „*mutual fund*“, mis erinevalt kirjeldatud fondi(de)st on börsil noteeritud.

Õigeima vaste leidmiseks annab hea vihje Wells Fargo definitsioonis kasutatud termin „usaldusisik“ (*fiduciary*). Nimelt on usaldusisikuid koondav fonditüüp alates 14. detsembrist 2016 olemas ka Eestis. Just tol kuupäeval võeti vastu investeerimisfondide seaduse muudatus, mis tõi kohalikule finantsturule uue vormi: usaldusfondi. Seaduses toodud tingimuste järgi otsustades on Eesti usaldusfond üsna sarnane kirjeldatud USA fonditüübile: see ühendab juriidiliste isikute vara ning selle osade avalik pakkumine (ehk börsil noteerimine) pole lubatud (IFS). Järelikult on ka tõlkes igati õigustatud kahe nimetuse koondamine ühte: „Investor võib kasutada ka mitmetes riikides tegutsevaid usaldusühingute või pankade hallatavaid usaldusfonde.“

### **3.3 Tõlkeprobleemide kokkuvõte**

Võib öelda, et kuigi siin käsitletud tõlkeprobleemid on küllaltki eriliigilised ja -ilmelised, on paljude põhjustaja tõlkijatele alati tuttav lõhe kultuuride vahel. See on iseenesestmõistetav lähtetekstis olevate idioomide ning esitatud kultuuriviidete, samuti USA-kesksete terminite puhul. Tuleb aga tõdeda, et teatavat kultuuribarjääri on võimalik tajuda ka börsiterminitele vasteid otsides. Paratamatult on Ameerika väärtpaberiturg tunduvalt vanem kui Eesti börs, erinev on ka väikeinvestorite arv, aktiivsus ja teadlikkus. Seetõttu on ingliskeelne börsisõnavara põhjalikum ja mitmekesisem ning lisaks tavainimeselegi tuttavam. Eesti keeles on väärtpaberite ja investeerimisega seotud terminid olnud kaua pigem finantssektoris töötavate inimeste

pärusmaa. Üldisemad terminid on küll tuntumad, kuid nagu näitab sõna „*speculation*“ juures olev arutlus, käib nendega vahel kaasas hinnanguline varjund või seos. Samas, koos investorite arvu innuka kasvu ja üldise teadlikkuse tõusuga paraneb kindlasti ka eestikeelne börsisõnavara. Vasteid vajavad näiteks analüüsis esitatud spetsiifilised terminid „*option overhang*“ ja „*owner earnings*“, mille siinsed tõlkelahendused põhinevad lähtelausete ülesehituse võimalustel ja pidid valima täpsuse ja selguse vahel. Kahtlemata tuleks ka neile sõnadele luua ühtlustatud vasted. Teised esitatud tõlkelahendused toimivad aga iseseisvaltki, antud teksti struktuurist ja kontekstist väljaspool. Tähelepanu nõuavad samas väljendid „short selling“ ja „dollar-cost averaging“, mille erinevad vasted on seotud alapeatüki „Börsiterminid“ alguses kirjeldatud probleemiga: vähese (või ebamõjusa) keelehooldega. On paratamatu, et investeerimissõnavara arengu ja leviku käigus tuleb tõlketermineid pisut suunata, et vähendada ehk edaspidi sarnaste tõlkeprobleemide tekkimist.

## Kokkuvõte

Selle magistritöö peamine eesmärk oli tõlkida eesti keelde osa Benjamin Grahami teosest „The Intelligent Investor“ ning anda seeläbi Eesti praegustele ja tulevastele investeerimishuvilistele võimalus tutvuda tolle valdkonna ühe mõjukaima autori ideedega. Samas tuli tõlkimise käigus tunnistada, et raamat pole autori kavatsustest hoolimata siiski täielikule algajale sobiv, sest nõuab juba mõningate börsi põhiterminite ja -mehhanismide tundmist. Selles osas erineb „The Intelligent Investor“ tõlge teistest seni eestindatud investeerimisraamatutest. Samas on teose eeliseks teiste samalaadsete ees aga tugev teoreetiline põhi ja järjepidevus.

Magistritöö teoreetilise osa eesmärk oli uurida Benjamin Grahami teose iseärasusi, kõrvutades seda teiste investeerimisraamatutega ning kasutades Peter Newmarki tekstiliikide kategooriaid ja Katharina Reissi samateemalisi tähelepanekuid. Määratlesin, et tegemist on sisule orienteeritud tekstiga, milles domineerib informatiivsus, ent milles on ka ohtralt ekspressiivseid elemente. Tõlke seisukohast oli liigituse peamine tagajärg, et „sihtteksti lingvistiline vorm peab domineerima lähteteksti üle“ (Reiss 2000: 30). Samuti määrasin *skopos*-teooria ideede varal kindlaks lähteteksti sihtlugeja (või pigem ideaallugeja): üliõpilane, kes on põhilised börsiterminid juba omandanud.

Magistritöö analüütilise osa eesmärk oli aidata siinsete tõlkeprobleemide lahendamisega kaasa eesti börsiterminoloogia arengule ja investeerimiskirjanduse kujundliku keele rikkuse kasvule.

Raamatu tõlkimisel tuli esmalt otsustada, kuidas toime tulla lähteteksti kahe iseärasusega: Benjamin Grahami vananenud väljendusviisi ning tänapäevase kaas autori Jason Zweigi värvika stiiliga. Leidsin, et Grahami arhailisest stiilist ja keerulistest lausekonstruktsioonidest hoolimata pole lähtetekstist kaugenemine antud tõlkes põhjendatud. Seetõttu jõudis sihtteksti näiteks ka autorihääle kummaline meie-vorm. Samas võimaldab algse stiili truu ülekandmine säilitada lähteteksti autentsust ja autoriteetsust. Jason Zweigi stiili tuli aeg-ajalt aga pisut neutraalsemaks muuta, sest mõnes kohas oli lähteteksti väljendusviis liiga võõrastav või teksti sisult tähelepanu püüdev ning paaril juhul oli Zweigi (sõna)mängulisus lihtsalt tõlkimatu. Kahte kontrastset stiili ühendab siiski see, et mõlemad autorid kasutavad tõlkes lugeja poole pöördumiseks üldiselt

poolametlikku teie-vormi.

Tõlkeprobleemide analüüsis keskendusin eraldi kujundlikele terminitele ja väljenditele, üldistele börsiterminitele ning USA-kesksetele terminitele. Esimeses osas valmistasid kõige rohkem mõtteainet kinnistunud idioomid ja muudest allikatest (ajaloost, muusikalist) pärit idioomid ja metonüümid. Sageli oli tõlkes vältimatu ka kujundliku sõna või fraasi täielik ärajätt või kommentaari lisamine sihtteksti.

Kindlate börsiterminitega seotud tõlkeprobleemide uurimise käigus avastasin huvitava, üldist kohalikku börsiterminoloogiat puudutava tõsiasja: Eesti investorite ning keelekorraldajate sõnakasutuses on märgatav teatav ebakõla. Siinses töös ilmnes see konflikt selgelt küll vaid ühes terminis („*short selling*“), ent sarnaseid näiteid leidub kahtlemata teisigi, kuna kontakt praktikute ja keelekorraldajate vahel on harv. Antud magistritöö sellesse nähtusesse paraku kuigi palju ei süüvinud, sest taoline arutus oleks väljunud valitud teema piiridest.

USA-kesksete terminite analüüsis tutvustasin lähemalt nende tähendust ja tausta ning selgitasin, miks valisin kas kodustava või defineeriva tõlkelahenduse.

Usun, et magistritöö sissejuhatuses seatud lisaeesmärk – lihtsustada ja toetada investeerimisraamatute tõlkijate tööd – õigustab end ajapikku samuti. Tõlge on teistest sarnaste teoste eestindustest kahtlemata keerulisem, kuid seda just seetõttu, et põhineb akadeemilise taustaga ja ajalooliselt tunnustatud raamatul. Magistritöö analüüsiosas olen uurinud aga palju taolisi termineid, mida seni eesti keelde tõlgitud pole („*owner earnings*“, „*moat*“, „*option overhang*“). Edasised tõlkijad võivad nii siinseid tõlkelahendusi järgida kui neile analüüsiosa arutluste abil paremaid lahendusi leida. Ühel või teisel viisil annab antud magistritöö aga loodetavasti tõuke eesti börsiterminite arengule.

## Kasutatud allikad

Ametniku soovitusõnastik. Eesti Keele Instituut. Internet. Kättesaadav aadressil <http://www.eki.ee/dict/ametnik/>, (03.05.2017)

Graham, Benjamin 1949. *The Intelligent Investor*. Harper & Brothers: New York.

Graham, Benjamin 2006. *The Intelligent Investor*. HarperBusiness: New York.

Bierig, Robert F. 2000. *The Evolution of the Idea of „Value Investing“: From Benjamin Graham to Warren Buffett*. Duke University. Internet. Kättesaadav aadressil <https://sites.duke.edu/djepapers/files/2016/08/bierig.pdf>, (18.03.2017)

Boase-Beier, Jean 2011. *Stylistics and Translation*. Handbook of Translation Studies, Volume 2. John Benjamins Publishing Company: Amsterdam. Lk 153-157.

Boase-Beier, Jean 2006. *Stylistic Approaches to Translation*. Routledge: London.

Buffett, Warren 2008. Lecture at the University of Florida School of Business. Internet. Kättesaadav aadressil <https://www.youtube.com/watch?v=2MHicabnjrA>, (06.05.17)

Corpus of Contemporary American English (COCA). Brigham Young University. Internet. Kättesaadav aadressil <http://corpus.byu.edu/coca/>, (02.05.2017)

Eesti keele seletav sõnaraamat. Eesti Keele Instituut. Internet. Kättesaadav aadressil <http://www.eki.ee/dict/ekss>, (24.04.17)

etTenTen. Eesti Keele Instituut. Korpus. Internet. Kättesaadav aadressil <http://www2.keeleeveeb.ee/dict/corpus/ettenten>, (03.05.2017)

Gibbs, Lisa; Weisser, Cybele 2002. Testing Shareholder Friendliness. MONEY Magazine, 16. juuli.

Hatim, Basil 2004. *The translation of style: linguistic markedness and textual evaluativeness*. Journal of Applied Linguistics, vol 1,3. Lk 229-246.

Inter-Active Terminology of Europe. Internet. Kättesaadav aadressil <http://iate.europa.eu>, (03.05.2017)

Investeerimise kuukiri 2015. SEB. Internet. Kättesaadav aadressil [http://www.seb.ee/sites/default/files/web/files/kuukommentaar/invest\\_kuukiri\\_jaan\\_est.pdf](http://www.seb.ee/sites/default/files/web/files/kuukommentaar/invest_kuukiri_jaan_est.pdf) (27.04.2017)

Investeerimisfondide seadus (14.12.2016). Riigi Teataja. Kättesaadav aadressil <https://www.riigiteataja.ee/akt/112072013005>, (07.05.2017)

Investeerimisõpik. LHV. Internet. Kättesaadav aadressil <https://fp.lhv.ee/academy/investmentguide/346> (27.04.2017)

Investor Toomas 2016. Annan tugeva otsusoovituse! Äripäev, 20. oktoober.

Kiyosaki, Robert 2008. Rikka isa teejuht investeerimisel. Sinisukk: Tallinn.

Kraun, Mait 2016. Kas sa oled investor või spekulant? Äripäev, 18. detsember.

Newmark, Peter 1988. *A Textbook of Translation*. Prentice Hall International: Shanghai.

Nida, Eugene A. ja de Waard, Jan 1986. *From One Language to Another: Functional Equivalence in Bible Translation*. Thomas Nelson Inc: Edinburgh.



Nix, Elizabeth 2014. Where did the expression “worth one’s salt” come from? *History*. Internet. Kättesaadav aadressil <http://www.history.com/news/ask-history/where-did-the-expression-worth-ones-salt-come-from> (27.04.2017)

Nord, Christiane 2005. *Text Analysis in Translation: Theory, Methodology, and Didactic Application of a Model for Translation-Oriented Text Analysis*. Rodopi, Amsterdam: New York.

Ponzio, Joe 2008. *Owner Earnings vs. Free Cash Flow*. F Wall Street. Internet. Kättesaadav aadressil <http://www.valuewalk.com/wp-content/uploads/2015/11/042.Owner-Earnings-vs-Free-Cash-Flow.pdf>, (02.05.2017)

Pym, Anthony 2016. *A Typology of Translation Solution Types*. Internet. Kättesaadav aadressil [https://www.academia.edu/28663257/A\\_typology\\_of\\_translation\\_solution\\_types](https://www.academia.edu/28663257/A_typology_of_translation_solution_types), (27.04.2017)

Saario, Seppo 2016. *Kuidas ma investeerin börsiaktisatesse*. Äripäev: Tallinn.

Silk, Toomas 2010. Loeme – aga mida? *Sirp*, 26. veebruar.

TreasuryDirect 2012. The History of U.S. Savings Bonds. Internet. Kättesaadav aadressil <https://www.treasurydirect.gov/timeline.htm>, (05.05.17)

Võrklaev, Endriko 2008. Võlakiri. Väärtpaberite teejuht. Eesti Päevaleht: Tallinn, lk 43-61.

Wells Fargo 2015. Wells Fargo Common Trust Fund Annual Reports. Internet. Kättesaadav aadressil <https://www.wellsfargo.com/the-private-bank/solutions/trust-services/common-trust-funds/>, (06.05.17)

Ülevaade 2014. Overview of US-Domiciled Commingled Funds and US-Managed Separately Managed Accounts. SSGA. Internet. Kättesaadav aadressil [http://www.getretirementright.com/documents/fund\\_support/ssga\\_essential.pdf](http://www.getretirementright.com/documents/fund_support/ssga_essential.pdf), (06.05.17)

# Summary

University of Tartu

College of Foreign Languages and Cultures

Lauri Teder

## **Benjamin Grahami teose „The Intelligent Investor“ kahe peatüki tõlge ning tõlke analüüs**

### **Translation of two chapters from „The Intelligent Investor“ by Benjamin Graham and an analysis of the translation**

Master's thesis

2017

89 pages

The basic aim of this Master's thesis was to translate two chapters from Benjamin Graham's „The Intelligent Investor“ and to analyse the translation, the source text and the translation process.

The primary intention behind this choice was to introduce current and future Estonian small investors to one of the most influential authors in this field and to support and encourage the translation of similar works. Admittedly, the book is not suitable for absolute beginners, as the reader should already be familiar with general stock market terms and mechanisms in order to understand the text. In this sense, it is different from other works on investing that have been translated into Estonian so far. However, Graham's clear advantage on his contemporary peers is his strong theoretical basis and consistency.

The theoretical part of this thesis aimed to examine the main features of the source text by comparing it to other books on investing that have been translated into Estonian, and by applying

Peter Newmark's categories of text types and Katharina Reiss's observations on the same subject. The source text was categorized as a content-focused text with strong expressive qualities. The target audience (or more specifically, the ideal reader) of the text – an individual with an academic background and a basic fluency in stock market terms and concepts – was determined with the help of *skopos*-theory.

The thesis also includes an analysis of translation problems, which is divided into three sections: metaphorical terms and expressions, general stock market terms, and US-specific stock market terms. Fixed idioms, metonyms and creative idioms required most effort in the first section. For many problematic words and phrases, a complete omission of their metaphoric qualities was unavoidable.

The analysis of general stock market terms revealed that there is a certain disconnect between stock market professionals and philologists, when it comes to the terminology of the field. For example, the common translation of the term “*short selling*” – lühikeseks müük – violates traditional conventions of Estonian word structure. Its usage is therefore not advised, yet the alternatives provided by philologists are unknown to many professionals.

Translation problems related to terms such as dollar-cost averaging, option overhang, owner earnings and moat were solved in a sufficiently clear way, but the terms definitely require more attention so as to find more precise and standardized Estonian equivalents. Overall, the Master's thesis has made an effort to develop Estonian stock market terminology in order to keep up with the increasing popularity of investing among the general public.

Olen lõputöö kirjutanud iseseisvalt. Kõigile töös kasutatud teiste autorite töödele, põhimõtteliste seisukohtadele ning muudest allikaist pärinevatele andmetele on viidatud.

Autor: Lauri Teder

.....

(allkiri)

.....

(kuupäev)

## **Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, Lauri Teder,

- annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose „Benjamin Grahmi teose „The Intelligent Investor“ kahe peatüki tõlge ning tõlke analüüs“,

mille juhendaja on Reelika Saar,

1.1 reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

1.2 üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.

2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.

3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Tartus, 17.05.2017